

UNIVERSITÉ DE SHERBROOKE

L'amélioration du processus d'évaluation d'entreprise par la mise en exergue de la
valeur financière du capital humain

par

Daphné Drouin

Thèse présentée à l'École de gestion

comme exigence partielle
du doctorat en administration (DBA)
offert conjointement par l'Université de Sherbrooke
et l'Université du Québec à Trois-Rivières

Juillet 2019

© Daphné Drouin, 2019

UNIVERSITÉ DE SHERBROOKE

École de gestion

L'amélioration du processus d'évaluation d'entreprise par la mise en exergue de la
valeur financière du capital humain

Daphné Drouin

Cette thèse a été évaluée par un jury composé des personnes suivantes :

Marc-André Lapointe

Président du jury

Jean Desrochers

Directeur de recherche

Komlan Sedzro

Examineur externe

Serge Théophile Nomo

Représentant de l'UQTR

Luc Chabot

Représentant du milieu pratique

SOMMAIRE

Cette thèse a pour objet principal l'évaluation financière du capital humain. Dans une économie basée sur le savoir, la valeur d'une entreprise découle du développement et de la gestion d'actifs incorporels tels que le capital humain. Cependant, de par leur nature intangible, de tels actifs incorporels ne figurent habituellement pas aux états financiers, remettant alors en doute la pertinence des méthodes d'évaluation traditionnelles. La détermination de la valeur du capital humain serait alors difficile, d'autant plus qu'aucune définition complète de ses composantes ne semble faire consensus. Ainsi, malgré que les actifs incorporels jouent un rôle critique dans la création de valeur ainsi que dans le développement et le maintien d'avantages compétitifs, il semble que les méthodes traditionnelles d'évaluation ne distinguent pas la valeur rattachée à de tels actifs incorporels. La valeur attribuable au capital humain serait donc englobée dans le goodwill ou tout simplement non déterminée.

En ce sens, la problématique managériale à la base de la recherche découle des difficultés entourant l'identification et la valorisation des éléments constituant le capital humain. La problématique porte donc sur l'évaluation financière de celui-ci à l'intérieur même du processus d'évaluation d'entreprise. L'objectif poursuivi par la recherche consiste à améliorer les connaissances en ce qui a trait aux méthodes actuellement utilisées pour évaluer le capital humain, permettant par le fait même de déterminer l'impact de celui-ci sur la valeur de l'entreprise, ainsi que celles portant sur l'identification et la valorisation des facteurs créateurs de valeur en lien avec cet actif.

Cette recherche exploratoire s'inscrit dans un paradigme constructiviste, dont le positionnement méthodologique correspond à la théorie enracinée. Les données ont été recueillies auprès de 43 professionnels de l'évaluation, répartis en trois profils distincts, par l'entremise d'entrevues semi-dirigées. Ainsi, 10 répondants appartiennent au profil des cabinets comptables (CC), 12 appartiennent au profil du capital de développement

local (CD), et 21 appartiennent au profil du capital investissement (GF, pour gestionnaires de fonds).

Les résultats de la recherche ont permis la modélisation des processus d'évaluation suivis par chacun des profils de répondants, dans lesquels les étapes traitant du capital humain ont pu être identifiées. De plus, les résultats de la recherche ont confirmé qu'aucune valeur financière n'est attribuée distinctement au capital humain. L'évaluation de celui-ci serait alors principalement de nature qualitative et aurait pour but l'identification des caractéristiques liées au capital humain pouvant influencer le risque d'un projet et/ou la décision d'investir dans celui-ci. Plus précisément, les caractéristiques recensées portent majoritairement sur l'entrepreneur, l'équipe de direction et l'employé clé. Les résultats de la recherche ont également permis de classer les profils de répondants; ces derniers étant considérés comme des conseillers externes dans le profil CC, comme des partenaires du développement local dans le profil CD, et comme des investisseurs dans le profil GF.

D'un point de vue théorique, la recherche a permis l'identification des facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain. Les résultats de la recherche démontrent également qu'une importance prépondérante est accordée à l'entrepreneur et/ou aux membres de l'équipe de direction lors de l'évaluation d'une entreprise, ce que la théorie ne laissait pas réellement transparaître. D'autres facteurs, notamment ceux découlant des compétences transversales des gestionnaires, n'avaient pu être recensés dans la théorie. Quant aux contributions pratiques, les résultats de la recherche ont permis de démontrer que malgré l'absence de normes formelles d'évaluation financière du capital humain, les répondants d'un même profil adoptent des façons de faire identiques en ce qui a trait à leur prise en considération de cet actif incorporel en contexte d'évaluation d'entreprise. La recherche a aussi permis de mettre en commun deux champs de recherche jusqu'à présent isolés l'un de l'autre, soit l'évaluation d'entreprise et les facteurs de création de valeur liés au capital humain.

RÉSUMÉ

La problématique managériale à la base de la thèse porte sur l'évaluation financière du capital humain. Plus précisément, la recherche s'intéresse à l'identification et la valorisation des facteurs créateurs de valeur en lien avec le capital humain en contexte d'évaluation d'entreprise. En respect du positionnement méthodologique de cette recherche exploratoire, s'inscrivant dans le paradigme de la théorie enracinée, des entrevues semi-dirigées ont permis la collecte de données auprès de 43 professionnels de l'évaluation répartis en trois profils (cabinet comptable, développement local et capital investissement).

Les principaux résultats émanant de la recherche résident d'abord dans la modélisation des processus d'évaluation suivis par chacun des profils de répondants, dans lesquels les étapes traitant du capital humain sont identifiées. De plus, les caractéristiques liées au capital humain pouvant influencer le risque d'un projet et/ou la décision d'investir dans celui-ci sont également ciblées et définies, et ce, pour chacun des profils de répondants. En somme, les résultats de la recherche démontrent qu'une importance prépondérante est accordée à l'entrepreneur et/ou aux membres de l'équipe de direction lors de l'évaluation d'une entreprise, ce que la théorie ne laissait pas réellement transparaître. Aussi, malgré l'absence de normes formelles d'évaluation financière du capital humain, les répondants d'un même profil adoptent des façons de faire identiques en ce qui a trait à la prise en considération de l'impact du capital humain sur la détermination de la valeur d'une entreprise. Finalement, l'originalité de cette recherche réside dans la mise en commun de deux champs de recherche jusqu'à présent isolés l'un de l'autre, soit l'évaluation d'entreprise et les facteurs de création de valeur liés au capital humain.

Mots clés : Capital humain, Actif incorporel (intangible), Évaluation d'entreprise, Capital investissement, Capital de développement local, Cabinet comptable, Expert en Évaluation d'Entreprise (EEE).

ABSTRACT

The managerial problem at the basis of the thesis deals with the financial evaluation of the human capital. More specifically, the research focuses on identifying and assessing value-creating factors linked to human capital in a business valuation context. In compliance with the methodological positioning of this exploratory research, consistent with the grounded theory paradigm, semi-structured interviews helped to collect data from 43 evaluation professionals split into three profiles (accounting firm, local development and private equity).

The main results stemming from the research focus on evaluation process mapping followed by each respondent's profile in which the steps dealing with human capital are identified. Furthermore, the characteristics linked to human capital that can influence the risk of a project and/or the decision to invest in it are also targeted and defined, for each respondent's profile. All in all, the research results show that paramount importance is given to the business owner and/or members of the management team during a business valuation, which the theory failed to really show. Also, despite the absence of formal standards for the financial evaluation of human capital, respondents of the same profile adopt identical methods when it comes to considering the impact of human capital on the determination of the value of a business. Lastly, the originality of this research lies in the pooling of two research fields that had been isolated from one another thus far, namely business valuation and value-creating factors linked to human capital.

Keywords: Human Capital, Intangible Asset, Business Valuation, Private Equity, Local Development, Accounting Firms, Chartered Business Valuator (CBV).

TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE	3
RÉSUMÉ	5
ABSTRACT	6
TABLE DES MATIÈRES	7
LISTE DES TABLEAUX	10
LISTE DES FIGURES	11
REMERCIEMENTS	12
INTRODUCTION	14
PREMIER CHAPITRE – PROBLÉMATIQUE MANAGÉRIALE	20
1.1 IDENTIFICATION D’UNE PROBLÉMATIQUE INITIALE.....	29
1.1.1 Résidence en entreprise	30
1.2 PROBLÉMATIQUE MANAGÉRIALE	38
1.2.1 Problème général	39
1.2.2 Problème spécifique	39
1.2.3 Questions générales de la recherche.....	40
1.2.4 Objectifs généraux de la recherche	40
1.2.5 Objectifs spécifiques de la recherche	40
DEUXIÈME CHAPITRE – CONTEXTE THÉORIQUE	41
2.1 CADRE GÉNÉRAL DE LA RECHERCHE	41
2.1.1 Processus d’évaluation	41
2.1.2 Principes fondamentaux de la recherche	42
2.1.3 Principes théoriques de l’évaluation.....	44
2.1.4 Méthodes traditionnelles d’évaluation	46
2.1.5 Choix d’une méthode d’évaluation	55
2.2 CADRE SPÉCIFIQUE DE LA RECHERCHE	56
2.2.1 Capital humain	57
2.2.2 Évaluation en contexte de capital investissement	67
2.2.3 Création de valeur	76

2.2.4	Évaluation financière du capital humain	84
2.3	CONCLUSION	115
	TROISIÈME CHAPITRE – CADRE OPÉRATOIRE	117
3.1	PERSPECTIVE ÉPISTÉMOLOGIQUE	118
3.1.1	Type et nature du processus de recherche	119
3.1.2	Paradigmes de recherche	120
3.2	POSITIONNEMENT MÉTHODOLOGIQUE.....	122
3.2.1	Phénoménologie	123
3.2.2	Ethnographie	124
3.2.3	Recherche-action	125
3.2.4	Méthodologie des systèmes souples.....	125
3.2.5	Théorie enracinée	126
3.2.6	Étude de cas	127
3.2.7	Positionnement méthodologique retenu	129
3.3	STRATÉGIE MÉTHODOLOGIQUE.....	130
3.3.1	Stratégie d'échantillonnage	131
3.3.2	Méthode de collecte de données.....	137
3.3.3	Stratégie d'analyse des données	143
3.3.4	Validité de la recherche (rigueur scientifique)	144
3.3.5	Considérations éthiques.....	150
3.4	CONCLUSION	153
	QUATRIÈME CHAPITRE – RÉSULTATS.....	155
4.1	CABINET COMPTABLE (PROFIL CC).....	155
4.1.1	Processus d'évaluation	157
4.1.2	Évaluation financière du capital humain	190
4.1.3	Facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain	204
4.1.4	Impact du capital humain dans l'évaluation globale	221
4.2	CAPITAL DE DÉVELOPPEMENT LOCAL (PROFIL CD)	229
4.2.1	Processus d'évaluation	230
4.2.2	Évaluation financière du capital humain	246

4.2.3	Facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain	251
4.2.4	Impact du capital humain dans l'évaluation globale	263
4.3	CAPITAL INVESTISSEMENT (PROFIL GF)	266
4.3.1	Processus d'évaluation	268
4.3.2	Évaluation financière du capital humain	291
4.3.3	Facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain	302
4.3.4	Impact du capital humain dans l'évaluation globale	323
	CINQUIÈME CHAPITRE – DISCUSSION	329
5.1	ANALYSE DES RÉSULTATS	330
5.1.1	Processus d'évaluation	331
5.1.2	Évaluation financière du capital humain	339
5.1.3	Facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain	341
5.1.4	Impact du capital humain dans l'évaluation globale	351
5.1.5	Conclusion	360
5.2	CONTRIBUTIONS DE LA RECHERCHE	364
5.3	LIMITES DE LA RECHERCHE	370
5.4	AVENUES DE RECHERCHES FUTURES	372
	CONCLUSION	375
	RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES	381
	ANNEXE A- RÉSULTATS DE L'ÉTUDE DE PALACIOS-MARQUES ET GARRIGOS-SIMON (2003)	393
	ANNEXE B- RÉSULTATS DE L'ÉTUDE DE BONTIS (1998)	397
	ANNEXE C- RÉSULTATS DE L'ÉTUDE DE MOON (2003)	399
	ANNEXE D- ACTIFS DU SAVOIR SELON ANDREOU (2006)	401
	ANNEXE E- COMPOSANTES DE CAPITAL INTELLECTUEL SELON ANDREOU (2006)	403
	ANNEXE F- GUIDE D'ENTREVUE	405
	ANNEXE G- FORMULAIRE D'INFORMATION ET DE CONSENTEMENT	413

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 5.1 – Phases du processus d'évaluation selon les trois profils.....	332
Tableau 5.2 – Facteurs liés à la main d'œuvre	343
Tableau 5.3 – Facteurs liés aux employés clés	344
Tableau 5.4 – Facteurs liés à l'équipe de direction.....	346
Tableau 5.5 – Facteurs liés à l'entrepreneur (ou promoteur).....	347
Tableau 5.6 – Facteurs liés à l'entreprise.....	349
Tableau 5.7 – Facteurs liés à l'innovation	350
Tableau 5.8 – Étapes du processus et éléments considérés – CH1	353
Tableau 5.9 – Étapes du processus et éléments considérés – CH2.....	354
Tableau 5.10 – Étapes du processus et éléments considérés – CH3	355
Tableau 5.11 – Étapes du processus et éléments considérés – CH4.....	356
Tableau B.1 – Composantes du capital humain selon Bontis (1998).....	398
Tableau C.1 – Composantes du capital intellectuel selon Moon et Kym (2006)	400
Tableau E.1 – Composantes du capital intellectuel selon Andreou (2006)	404

LISTE DES FIGURES

Figure 1.1 – Éléments de propriété intellectuelle ayant le plus de valeur.....	22
Figure 1.2 – Modèle préliminaire du processus d'évaluation d'entreprise.....	32
Figure 2.1 – Détermination d'une approche d'évaluation	55
Figure 2.2 – Distinction entre les composantes du capital intellectuel	64
Figure 2.3 – Arbre de décision binomial (succès/échec)	74
Figure 2.4 – Déterminants de la valeur actionnariale	77
Figure 2.5 – Modèle des cinq forces de Porter (2008).....	79
Figure 2.6 – Chaîne de valeur de Porter (1998).....	80
Figure 2.7 – Modèle dynamique pour l'évaluation individuelle d'un employé.....	103
Figure 2.8 – Modèle du VAIC TM de Pulic	109
Figure 2.9 – Dimensions et sous-dimensions du capital humain selon Mubarik, Chandran et Devadason (2018).....	114
Figure 4.1 – Processus d'évaluation selon le profil CC	158
Figure 4.2 – Processus d'évaluation selon le profil CD.....	231
Figure 4.3 – Processus d'évaluation selon le profil GF	269
Figure 5.1 – Classification des profils.....	361
Figure A.1 – Composantes du capital humain selon Palacios-Marques et Garrigos-Simon (2003).....	394
Figure A.2 – Composantes du capital structurel selon Palacios-Marques et Garrigos-Simon (2003).....	395
Figure A.3 – Composantes du capital relationnel selon Palacios-Marques et Garrigos-Simon (2003).....	396
Figure D.1 – Actifs du savoir selon Andreou (2006).....	402

REMERCIEMENTS

Naturellement, mes premiers remerciements vont à mon directeur de recherche, M. Jean Desrochers, sans qui mon projet d'études doctorales n'aurait été qu'un songe. Je le remercie d'abord de sa grande patience et de m'avoir épaulée durant toutes ces années. Ses précieux conseils, ses judicieux commentaires, ses encouragements et son soutien indéfectible m'ont amenée à me dépasser en menant à terme ce projet.

J'aimerais ensuite remercier les membres de mon jury de thèse, soit messieurs Marc-André Lapointe et Serge Théophile Nomo pour leur contribution à mon projet de recherche et leurs précieux commentaires, ainsi que messieurs Komlan Sedzro et Luc Chabot pour le temps consacré à la lecture et à l'évaluation de ma thèse.

Je remercie tous les professionnels de l'évaluation qui ont généreusement accepté de participer à la recherche. Merci également à l'École de gestion de l'Université de Sherbrooke pour la grande qualité de leur programme et de leur enseignement. Étant professeure à l'UQTR, je me dois de remercier la direction de mon institution pour le soutien financier accordé pour la réalisation de mes études doctorales. Je me dois également de souligner l'importante contribution financière de la Fondation de l'Ordre des CPA du Québec. De plus, je tiens à remercier chaleureusement tous mes collègues du département des Sciences comptables de l'UQTR pour leur soutien, et plus particulièrement Martin, Émilie, Cynthia et Jocelyne.

Finalement, je me dois de remercier ma famille pour m'avoir suivie dans cette folle aventure. Je vous aime de tout mon amour. Maman, merci d'être toujours là pour moi et de m'avoir transmis des valeurs sincères et profondes. Éloïse et Marilou, mes petits cœurs, la maman imparfaite que je suis vous remercie pour tout votre amour. Steeve, merci de m'avoir soutenue et supportée tout au long de mon doctorat. Trop souvent, les mots me manquent pour te témoigner tout mon amour. Je t'aime.

*J'aimerais dédier ma thèse, fruit d'un travail acharné,
à ma maman, Louise, ainsi qu'à mes filles, Éloïse et Marilou.*

*De mères en filles, avec tout notre amour,
parce que sans elles,
nous ne serions pas qui nous sommes aujourd'hui.*

INTRODUCTION

Depuis déjà plusieurs années, le phénomène de la globalisation contribue à la transformation des marchés économiques. Ces derniers sont en constante évolution, ce qui a pour effet de modifier passablement les structures actuelles de notre économie. L'accessibilité accrue aux marchés internationaux ainsi que les échanges de plus en plus nombreux entre les entreprises œuvrant sur ces marchés ont contribué à l'accroissement de la compétitivité entre les sociétés de plusieurs secteurs économiques. Ce fait, conjugué à la turbulence actuelle des marchés, incite les organisations à constamment améliorer leur performance et oblige les gestionnaires de ces entreprises à prendre les bonnes décisions, soit celles qui leur permettront d'atteindre les objectifs initialement fixés. Ainsi, Page (1999) précise que les décisions optimales devraient être celles qui permettent aux propriétaires d'une entreprise d'accroître leur richesse et donc d'augmenter la valeur de leur organisation, d'où l'importance de déterminer adéquatement cette dernière.

Toutefois, l'évaluation d'une entreprise et de ses multiples composantes constitue un processus complexe. Bien que plusieurs méthodes traditionnelles d'évaluation aient fait leurs preuves, les transformations importantes qu'a subies le contexte économique dans lequel œuvre les entreprises d'aujourd'hui remettent en doute la pertinence de l'application de telles méthodes. En effet, l'économie, autrefois connue comme étant industrielle, est désormais considérée comme une économie du savoir dans laquelle la création de valeur passe principalement par le développement d'actifs incorporels, plutôt que par l'exploitation d'actifs corporels. Cette évolution économique a notamment permis l'émergence d'un nouveau genre d'actif incorporel, soit le capital humain, complexifiant par le fait même le processus d'évaluation d'une entreprise et de ses multiples composantes. En ce sens, cette complexité découle d'abord du processus d'évaluation en soi puisqu'il consiste essentiellement à déterminer une valeur d'entreprise sur la base du jugement des individus prenant part audit processus d'évaluation; le but ultime étant alors d'en arriver à un consensus. Considérant le fait

que le jugement est propre à chaque personne, il semble logique de croire qu'il y aura autant de valeurs possibles qu'il y a d'individus mis à contribution dans le processus d'évaluation. Dès lors, le risque de confrontation entre les parties est accru, augmentant par le fait même la complexité entourant l'obtention d'un consentement sur une valeur unique (Blanchette et Labelle, 1998; Boivin, 2004; Slee, 2004). De plus, la complexité entourant la détermination de la valeur d'une entreprise, et plus précisément de ses actifs incorporels, découle également du fait que les méthodes d'évaluation employées reposent principalement sur des estimations quant à l'exploitation future de l'organisation. Il y a donc un certain niveau d'incertitude entourant la matérialisation de ces prévisions futures, et ce, surtout en ce qui a trait aux actifs incorporels tels que le capital humain, dont la valeur repose sur des individus aux comportements majoritairement imprévisibles.

De plus, la principale difficulté liée à l'évaluation financière du capital humain semble être l'inexistence d'une définition complète de l'ensemble de ses constituantes. Sommairement, le capital humain se définit comme la plus-value, intellectuelle ou pratique, qui provient d'un employé œuvrant au sein d'une organisation. Il convient alors de préciser quelles composantes du capital humain sont à la base d'une telle plus-value. En ce sens, Reilly (2006) définit le capital humain comme étant la valeur, aux yeux d'un employeur, découlant du fait que les employés se présentent chaque matin au travail et qu'ils réalisent leurs tâches de manière efficace et efficiente. De plus, Reilly (2006) précise qu'un employeur est en droit de s'attendre à ce que ses employés aient reçu une formation adéquate, qu'ils possèdent le savoir-faire nécessaire pour opérer les équipements en lien avec leur travail, qu'ils soient au fait des objectifs stratégiques et opérationnels de l'organisation, et qu'ils soient en mesure de communiquer et de travailler de pair avec leurs collègues. Selon ces éléments de définition, la valeur du capital humain serait en grande partie attribuable au savoir que détient un individu, au sens large du terme, c'est-à-dire en tenant compte des connaissances techniques, professionnelles et même personnelles qu'il lui est possible de mettre en application au sein d'une entreprise.

Mais pour Low et Kalafut (2002), le capital humain, qu'ils considèrent comme l'un des 12 actifs incorporels permettant l'atteinte de la performance organisationnelle, représente beaucoup plus que le seul fait de réaliser les tâches requises par un emploi. En effet, ces auteurs précisent que la plupart des organisations s'attendent à ce que leurs employés fassent plus que leur simple travail, puisque l'économie des intangibles implique désormais que les employés prennent des initiatives, proposent des suggestions et résolvent des problèmes. Ainsi, il appert que ce qui définit présentement le capital humain réside dans la plus-value, intellectuelle ou pratique, qu'apporte l'employé dans le processus visant l'atteinte d'un niveau de performance préalablement établi. Schultze (1996, dans Blair, 1996) abonde en ce sens et précise qu'en plus d'attribuer de la valeur aux connaissances détenues par les employés, la relation entre ces derniers et l'organisation qui les emploie devrait également être considérée comme un actif non négligeable. Cet auteur soutient aussi que la valeur d'un tel actif dépend essentiellement de la solidité de la relation qui unit l'individu et l'organisation. En ce sens, lorsque cette relation se rompt et que l'employé quitte l'entreprise, cette dernière perd le potentiel de valeur découlant du savoir-faire de cet employé, en plus de devoir réinvestir des sommes importantes pour ramener la main d'œuvre à son niveau antérieur.

Dans le même ordre d'idées, Campbell et Johnson (2001), repris ensuite par Johnson (2012), établissent une distinction entre deux types de capital humain englobé dans la valeur du goodwill, soit le capital humain personnel et le capital humain individuel. Selon ces auteurs, le capital humain personnel fait référence aux caractéristiques et aux attributs d'un individu, tels que des habiletés particulières, des caractéristiques physiques et une bonne réputation. Ce type de capital humain serait alors indissociable des individus en soi et ne pourrait donc pas être transféré à une autre partie par le biais d'un contrat ou de toute autre façon. De plus, lorsque l'individu quitte l'entreprise, son capital serait également perdu. Pour ce qui est du capital humain individuel, celui-ci réfère aux avantages récoltés par une organisation par le fait d'avoir engagé un ou plusieurs individus possédant des habiletés rattachées au domaine des

affaires, telles que l'établissement et l'entretien de nombreux contacts professionnels. L'aspect particulier de ce type de capital humain réside dans le fait qu'il ne disparaîtrait pas nécessairement à la suite du départ de l'individu de qui il est initialement issu.

En ce sens, Blair et Wallman (2001) précisent que tout investissement dans l'obtention, le développement et le maintien du capital humain représente un avantage compétitif. Bien que la présence et la contribution du capital humain dans les organisations soient désormais reconnues, Blair et Kochan (2000) soulèvent toutefois deux éléments potentiellement problématiques dans la reconnaissance de ce type d'actif incorporel. Premièrement, ces auteurs spécifient que le capital humain constitue l'unique forme de capital ne pouvant être concrètement acheté ou vendu. Cette situation risque d'apporter son lot de difficultés quant à la détermination de la portion de la valeur globale d'une entreprise attribuable à ses employés. De plus, toujours selon Blair et Kochan (2000), aucune norme, comptable ou autre, ne permet de déterminer précisément la valeur du capital humain; cette dernière étant alors englobée dans la valeur totale de l'entreprise. Il en est de même avec les obligations de divulgation d'informations financières qui ne restreignent aucunement les organisations à présenter les investissements effectués dans leur capital humain ainsi que l'état actuel de celui-ci. Ainsi, bien que les divers acteurs économiques puissent considérer le capital humain comme un élément d'actif ayant une valeur non négligeable pour les entreprises, son évaluation ainsi que sa divulgation aux états financiers demeurent problématiques. Dès lors, il apparaît comme étant pertinent de mieux définir les méthodes d'évaluation propres à de tels éléments d'actif incorporel dans le but, entre autres, d'améliorer le processus d'évaluation de ces derniers. De plus, une meilleure connaissance des constituantes à la base de la valeur du capital humain pourrait permettre de cibler davantage les facteurs réellement pris en considération lors de l'évaluation de celui-ci. Cette compréhension accrue des façons de faire mises de l'avant par les acteurs de la pratique pourrait alors contribuer à diminuer l'incertitude et le risque élevé d'inexactitudes entourant la détermination de la valeur financière du capital humain.

Dès lors, cette recherche a d'abord pour objectif de recueillir les informations pertinentes auprès des acteurs du domaine de l'évaluation en ce qui a trait aux méthodes employées lors de l'attribution d'une valeur financière au capital humain. Cette recherche vise également à identifier les caractéristiques propres au capital humain ayant une influence sur l'évaluation financière réalisée par ces acteurs économiques, et ce, tant au niveau de la valorisation du capital humain qu'au niveau de l'évaluation globale d'une entreprise. Ainsi, la réalisation de cette recherche exploratoire vise à répondre aux trois questions suivantes :

1. Quelles sont les méthodes d'évaluation utilisées pour déterminer la valeur financière du capital humain?
2. Quels sont les facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain?
3. Quelle est la valeur spécifique attribuée à ces facteurs, permettant de refléter leur importance dans le processus d'évaluation d'une entreprise?

Le premier chapitre de cette thèse fait état de la problématique managériale à la base de cette recherche. En plus de montrer la pertinence et l'intérêt du sujet de recherche, la démarche suivie pour l'élaboration de la problématique managériale, ainsi que des questions et objectifs de recherche en découlant, y est présentée. Le deuxième chapitre définit le contexte théorique en lien avec le sujet de la recherche. Le cadre théorique général traitant de l'évaluation d'entreprise est d'abord présenté, suivi du cadre spécifique de la recherche portant sur l'évaluation financière du capital humain. Le troisième chapitre porte sur le cadre opératoire de la recherche. Les positionnements épistémologique et méthodologique y sont définis, suivis des principaux choix effectués quant à la stratégie méthodologique retenue pour la réalisation de la recherche. Le quatrième chapitre présente les résultats obtenus suite à la collecte et à l'analyse des données. Ainsi, les résultats sont abordés en fonction de trois profils de répondants, pour lesquels un aperçu du processus d'évaluation est d'abord présenté, suivi des précisions apportées quant à l'évaluation financière du capital humain et la prise en considération des facteurs de création de valeur y étant rattachés. Finalement, le cinquième chapitre fait état de la discussion émanant de l'analyse des résultats, de manière à démontrer la pertinence de ces derniers par rapport à la problématique managériale. Ce dernier chapitre présente également les contributions théoriques et

pratiques de la recherche, en plus des limites et des avenues de recherches futures en découlant.

PREMIER CHAPITRE

PROBLÉMATIQUE MANAGÉRIALE

Au fil des dernières années, la nature de l'environnement économique dans lequel sont exploitées de nombreuses entreprises a considérablement changée, passant d'une économie industrielle à une économie basée sur le savoir, désignée par Blair et Wallman (2001) comme étant une économie des intangibles. À cet égard, Purohit et Tandon (2015) précisent d'ailleurs que les actifs intangibles liés à la connaissance auraient guidé la transformation majeure subie par l'économie mondiale au cours des deux dernières décennies. Selon Lev (2001), cette importante percée des actifs intangibles, ou incorporels, serait due à la combinaison unique de l'accroissement de la concurrence survenue depuis la globalisation et la déréglementation de certains secteurs économiques, d'une part, et de l'avènement des technologies de l'information, d'autre part.

These two fundamental developments – one economic and political, the other technological – have dramatically changed the structure of corporations and have catapulted intangibles into the role of the major value driver of businesses in developed economies (Lev, 2001, p. 9)¹.

Dans cette ère de l'information, Stewart (1999) précise d'ailleurs que le savoir constitue la plus importante ressource détenue par une entreprise; passant même devant les matières premières et les ressources financières. Ces propos rejoignent d'ailleurs ceux de Purohit et Tandon (2015) qui précisent que bien que les actifs tangibles soient toujours indispensables à l'exploitation d'une entreprise, de tels actifs ne seraient toutefois plus responsables de l'augmentation de la performance organisationnelle.

¹ Ces deux développements fondamentaux – un étant économique et politique, l'autre étant technologique – ont dramatiquement changé la structure des entreprises et ont propulsé les intangibles au rôle de principal moteur de création de valeur au sein des entreprises (traduction libre).

Traditional tangible assets such as land, plant and fixtures, labor continue to be indispensable to the process of physical production but they can no longer account for superior corporate performances. Their relative importance has decreased over the years and importance of knowledge assets has increased (Purohit et Tandon, 2015, p. 7)².

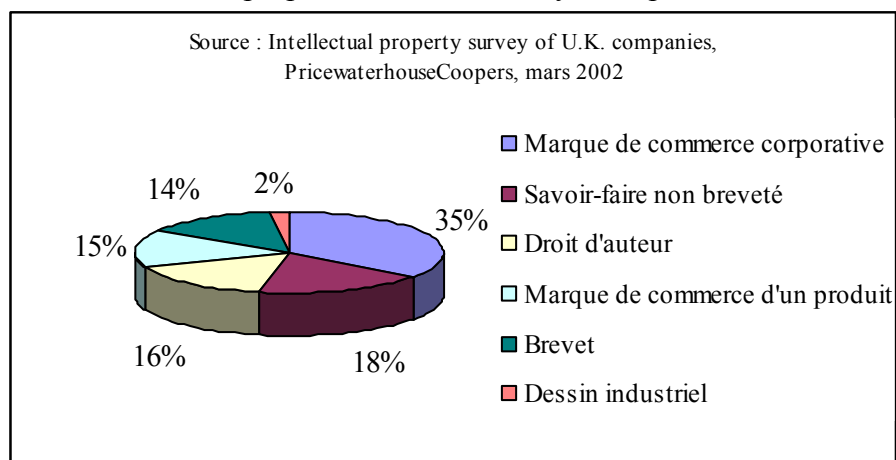
Dès lors, l'exploitation efficace et efficiente d'une entreprise passerait d'abord et avant tout par la gestion du savoir; ce dernier se retrouvant désormais dans pratiquement toutes les étapes de l'exploitation d'une entreprise, comme le souligne Stewart (1999). Ainsi, cette nouvelle ère semble avoir redéfini le processus de création de valeur; liant celui-ci à la gestion efficace et efficiente des actifs incorporels détenus par une organisation. Dans ce contexte particulier, il appert que la valeur d'une entreprise ainsi que la plus-value générée par son exploitation proviennent désormais davantage du développement d'actifs incorporels plutôt que de la gestion d'actifs corporels, ce que la résidence en entreprise a notamment permis de confirmer. Selon Low et Kalafut (2002), environ un tiers de la valeur d'une entreprise repose sur des éléments qu'il n'est pas possible de voir, tels qu'une marque de commerce, des inventions brevetées et l'expertise des employés. Ainsi, le développement de tels actifs incorporels semble directement lié au savoir-faire détenu et développé par les employés d'une entreprise, qu'il pourrait être possible d'identifier comme étant le capital humain. « *Human capital has gained prominence in the knowledge economy, considering that in this economy knowledge is the principal development factor and educated and qualified people are its dominant force* » (Vidotto, Ferenhoff, Selig et Bastos, 2017, p. 316)³. D'ailleurs, une enquête menée par Hardgrove et Voloshko (2003) montre que plusieurs éléments de propriété intellectuelle, en lien avec le capital humain, revêtent une grande importance pour les gestionnaires des compagnies sondées. Les résultats

² Les traditionnels actifs tangibles, tels que le terrain, l'usine et les installations, la chaîne de production sont toujours indispensables au processus de production physique, mais ils ne peuvent plus être reconnus comme responsables de l'atteinte d'une performance organisationnelle supérieure. Leur importance relative a diminué au fil du temps, alors que l'importance des actifs de la connaissance a augmenté (traduction libre).

³ Le capital humain a donc gagné en importance dans l'économie du savoir considérant que, dans cette économie, les connaissances sont le principal facteur de développement et les personnes éduquées et qualifiées en sont sa force dominante (traduction libre).

de cette enquête, reproduits à la figure 1.1, placent le savoir-faire non breveté au deuxième rang des éléments de propriété intellectuelle ayant le plus de valeur. De plus, ces mêmes résultats confirment l'importance accordée par les gestionnaires à la contribution des actifs incorporels au processus de création de valeur; celui-ci étant fortement lié au capital humain a priori. À cet égard, la résidence en entreprise a d'ailleurs permis de confirmer l'intérêt porté par les professionnels du domaine de l'évaluation à la valeur ajoutée par la présence du capital humain au sein des entreprises qu'ils évaluent. Ainsi, ce type d'actif incorporel semble représenter une valeur actuelle, et même un potentiel de valeur future, d'une importance primordiale pour les entreprises qui les possèdent.

Figure 1.1
Éléments de propriété intellectuelle ayant le plus de valeur



Hardgrove et Voloshko (2003), p. 44.

Par ailleurs, plusieurs auteurs ont souligné des considérations permettant de juger du rôle critique que jouent les actifs incorporels, tels que le capital humain, au sein des organisations. La première considération porte sur la présence d'actifs incorporels et sur leur inclusion dans le processus d'évaluation d'une entreprise. Comme le souligne Johnson (2012), la valeur d'une société n'est pas exclusivement déterminée par les éléments tangibles de l'actif net, mais elle inclut également la valeur des actifs intangibles développés et/ou détenus par cette dernière. De tels éléments d'actifs incorporels font donc partie intégrante de la valeur d'une organisation. Ainsi, non

seulement les actifs intangibles devraient être pris en compte lors de la détermination de la valeur totale d'une entreprise, mais ils devraient également être évalués individuellement de manière à isoler la valeur découlant de la gestion efficace et efficiente de ce type d'actif. La deuxième considération traite du besoin, pour les organisations, de se démarquer de leurs principaux concurrents. Bien que les lois de la concurrence aient toujours incité les gestionnaires d'entreprises à offrir une certaine plus-value à leur clientèle, ce besoin de différenciation semble être d'autant plus présent aujourd'hui. En effet, l'accessibilité accrue aux marchés internationaux, ainsi que les échanges de plus en plus nombreux entre les entreprises œuvrant sur ces marchés, ont grandement contribué à l'accroissement de la compétitivité entre les sociétés de plusieurs secteurs économiques, augmentant par le fait même le nombre de produits et de services en concurrence. De manière à se démarquer de leurs principaux rivaux, les entreprises se doivent donc d'être constamment à l'affût des dernières innovations réalisées dans leur domaine; le leader d'une industrie étant potentiellement l'entreprise qui crée et diffuse ces innovations. Comme l'affirment Hardgrove et Voloshko (2003), il importe alors de développer des stratégies visant l'utilisation, l'évaluation ainsi que la divulgation de divers actifs incorporels, tels que la propriété intellectuelle, sur lesquels repose la création de valeur au sein d'une entreprise. Selon ces auteurs, la mise en place de telles stratégies éviterait que la protection légale de ces innovations soit compromise, permettant ainsi à l'entreprise de pleinement bénéficier de la plus-value générée par l'exploitation de ces actifs incorporels et de jouir des avantages concurrentiels qui en découlent. Finalement, la troisième considération met l'accent sur la création de valeur par la présence et l'utilisation du capital humain. Selon Dye (2006) et Peelo (2005), la valeur d'une organisation repose de plus en plus sur l'expertise et le savoir-faire d'un seul ou d'un petit groupe d'individus, et ce, surtout dans les entreprises de petite taille ainsi que dans celles œuvrant à l'intérieur d'une industrie complexe et spécifique. Il s'avère alors pertinent d'identifier ce type d'actifs intellectuels à titre de composantes distinctes du processus de création de valeur d'une entreprise, plutôt que de les inclure globalement dans la valeur totale d'une organisation tel qu'il semble être le cas présentement. En somme, comme l'affirment

Blair et Wallman (2001), le capital humain occupe une place importante en matière de gestion et de performance organisationnelle, procurant même de nombreux avantages concurrentiels aux entreprises qui les détiennent. Il semble donc primordial de prendre en considération la valeur attribuable au capital humain lors de l'évaluation d'une entreprise, en plus d'identifier le risque lié à la dépendance et à la vulnérabilité d'une organisation dont l'exploitation repose principalement sur ce type d'actifs incorporels. Tel qu'il fut relevé lors de la résidence en entreprise, l'ensemble de ces considérations risque d'avoir un impact non négligeable sur la valeur d'une organisation.

Blair et Kochan (2000) soulèvent toutefois deux problèmes quant à l'inclusion de la valeur attribuable au capital humain lors de l'évaluation d'entreprise. Selon ces auteurs, le premier problème découlerait du fait que les gestionnaires d'organisations ne détiennent pas le contrôle sur leurs employés, ce qui les empêche de transiger de tels éléments d'actifs incorporels. Considérant alors le fait qu'il n'existe pas de marché actif pour l'achat et la vente de savoir-faire et d'expertise, il risque d'être difficile, d'une part, d'identifier les composantes du capital humain et, d'autre part, de déterminer une valeur pour chacune de celles-ci. L'évaluation du capital humain, distinctement de la valeur globale d'une entreprise, pourrait en ce sens être compromise. Toujours selon ces mêmes auteurs, le deuxième problème résiderait dans le fait que les normes actuelles de divulgation d'informations financières n'obligent aucunement les organisations à présenter les investissements effectués dans leur main d'œuvre, limitant une fois de plus l'accès aux données permettant d'évaluer ce type d'actif. En effet, les normes comptables en vigueur, soit les Normes internationales d'information financière (IFRS) ou les Normes comptables pour les entreprises à capital fermé (NCECF), ne permettent et n'obligent pas la divulgation de la valeur, ni d'aucune autre information, directement en lien avec le capital humain. Le seul élément des états financiers pouvant faire référence à de tels actifs incorporels est la prime versée lors de l'acquisition d'une entreprise, désignée sous l'appellation d'écart d'acquisition (ou de goodwill) et représentant l'excédent du coût d'acquisition sur la juste valeur de l'actif net de l'entreprise acquise. Comme le souligne Stewart (1999),

il n'est pas rare que ce goodwill représente plus de la moitié de la somme versée pour acquérir une entreprise, d'où l'importance de prendre en considération les éléments incorporels justifiant le versement d'une telle prime. Malgré la divulgation du coût du goodwill acquis, Stewart (1999) précise qu'il n'en demeure pas moins complexe de déterminer la portion de la valeur d'une entreprise attribuable au capital humain qu'elle emploie puisque le goodwill représente la prime versée pour un ensemble d'actifs incorporels et non pas uniquement pour le capital humain. Dans cette situation, il risque de s'avérer difficile d'établir précisément la valeur propre à chaque élément composant la prime totale versée, ce qui pourrait d'ailleurs expliquer le fait que la valeur du capital humain demeure pour l'instant englobée dans la valeur totale d'une entreprise. De plus, certains gestionnaires pourraient être réticents à l'idée de divulguer de telles informations, craignant alors la divulgation et, par le fait même, la perte des avantages qu'ils détiennent sur leurs principaux concurrents. Selon Lev (2001), l'absence de divulgation d'informations corporatives en lien avec les ressources humaines nuirait considérablement à la détermination de la valeur réelle de l'organisation par l'ensemble des acteurs du secteur d'activité de cette dernière. Ainsi, tel que corroboré par les résultats obtenus de la résidence en entreprise, il semble que les éléments d'actif incorporel tels que le capital humain contribuent de façon importante au processus de création de valeur au sein des entreprises œuvrant dans l'économie des intangibles, mais que les informations financières divulguées par ces dernières ne permettraient pas d'identifier adéquatement les composantes de tels actifs, complexifiant alors le processus d'évaluation en général.

Toutefois, il semble que plusieurs risques et avantages découlent du fait de ne pas publier la valeur du capital humain œuvrant au sein d'une entreprise, surtout lorsque cette dernière transige et obtient son financement sur les marchés boursiers. En ce sens, Mouritsen, Nikolaj et Marr (2004) affirment qu'un des risques liés à la non-divulgation de la valeur du capital humain réside dans le fait que les actionnaires occupant également des fonctions de gestionnaires pourraient tirer profit de telles informations, habituellement produites à l'interne et donc inconnues des autres investisseurs. Les

actionnaires minoritaires n'ayant pas accès à ce type d'informations pourraient alors limiter leurs investissements dans cette entreprise. De plus, ces auteurs affirment que les taux de financement établis par les banques ou les autres financiers externes seraient plus élevés pour les entreprises constituées principalement d'actifs incorporels dû au haut niveau d'incertitude entourant l'évaluation de tels éléments. La divulgation d'informations en lien avec le capital humain pourrait alors contribuer à diminuer le niveau de risque associé à l'exploitation et, par conséquent, au financement de tels actifs incorporels. Il pourrait donc s'agir d'un excellent moyen d'attirer les investisseurs et d'accroître, par le fait même, l'accès à diverses sources de financement. Ainsi, malgré les réticences de certains gestionnaires, des avantages semblent découler de la divulgation d'informations financières en lien avec des éléments d'actif incorporel tels que le capital humain.

Malgré ce constat et bien que les divers acteurs économiques semblent définir le capital humain comme un élément d'actif ayant une valeur non négligeable pour les entreprises, son évaluation ainsi que sa divulgation aux états financiers demeurent problématiques. En fait, l'évaluation d'une entreprise et de ses multiples composantes constitue un processus fort complexe. Bien que plusieurs méthodes traditionnelles d'évaluation aient fait leurs preuves, la grande majorité d'entre elles ont pour principal fondement les états financiers préparés selon les IFRS ou les NCECF, auxquels de nombreux ajustements doivent être apportés afin notamment d'y inclure la valeur d'actifs incorporels tels que le capital humain. Il semble alors que les transformations importantes qu'a subies le contexte économique dans lequel œuvrent les entreprises d'aujourd'hui sèment le doute quant à la pertinence de l'application de telles méthodes compte tenu que les états financiers ne font pas explicitement mention de la valeur des diverses composantes incorporelles détenues et/ou développées par une entreprise. À cet égard, les résultats obtenus suite à la résidence en entreprise ont permis de mettre l'accent sur le fait que les méthodes d'évaluation actuellement employées par les divers acteurs économiques ne semblent pas adaptées à la réalité relativement nouvelle des actifs incorporels tels que le capital humain. De plus, Blair et Wallman (2001)

soulignent que le capital humain, de par sa nature incorporelle, est un élément difficile à mesurer, à quantifier, à gérer et même à définir. Selon ces auteurs, la difficulté d'évaluation des actifs incorporels réside dans le fait que ceux-ci ne peuvent être associés à une seule transaction d'acquisition, comme c'est le cas de la plupart des autres éléments d'actif. En fait, les actifs incorporels sont généralement le résultat d'une multitude de transactions réalisées au sein d'une entreprise, ce qui rend difficile la détermination d'un montant unique en lien avec leur acquisition. Il pourrait alors s'avérer difficile d'évaluer ces éléments adéquatement, d'autant plus que les actifs incorporels tels que le capital humain ne sont pas constitués d'éléments concrets pour lesquels il existerait déjà des méthodes d'évaluation éprouvées.

Dès lors, Mouritsen *et al.* (2004) affirment qu'il serait essentiel de définir adéquatement le capital humain et d'identifier ses diverses composantes afin d'être en mesure de leur attribuer une valeur individuelle et distincte de la valeur totale d'une entreprise. Comme il fut mentionné précédemment, Reilly (2006) définit le capital humain comme étant la plus-value qui découle du travail effectué par un employé. À cet égard, Low et Kalafut (2002) précisent également que la plus-value ainsi générée doit d'abord et avant tout contribuer à l'atteinte d'un niveau de performance organisationnelle préalablement établi, sans quoi cette dernière ne pourrait être considérée à titre d'actif. Cependant, ces définitions se veulent plutôt générales et ne semblent pas permettre l'identification des composantes du capital humain prises individuellement. Mouritsen *et al.* (2004) ont alors défini les quatre catégories suivantes qu'ils désignent comme faisant partie de l'ensemble des ressources du savoir :

1. Les caractéristiques d'un employé, telles que ses compétences et ses habiletés particulières;
2. Les relations qu'un employé entretient avec les clients et les autres partenaires de l'entreprise;
3. Les infrastructures en place qui permettent à un employé de mettre à profit les deux premières catégories de ressources;
4. La technologie fournissant le support nécessaire à la concrétisation des trois premières catégories.

De plus, Mouritsen *et al.* (2004) précisent qu'il serait ensuite préférable que chacune de ces catégories de ressources du savoir soit à leur tour subdivisée de manière à identifier adéquatement les composantes à la base de la création de valeur, de même que celles représentant un risque de diminuer la valeur d'une organisation. Avec cette catégorisation, il pourrait être logique de croire que la valeur du capital humain est en grande partie attribuable au savoir que détient un individu, au sens large du terme, c'est-à-dire en tenant compte des connaissances techniques, professionnelles et même personnelles qu'il lui est possible de mettre en application. Il semble également que la valeur attribuable au capital humain soit fonction de la relation établie entre une organisation et ses employés. Selon Blair (1996), la valeur d'un tel actif dépend essentiellement de la solidité de cette relation. En ce sens, lorsque celle-ci se rompt et que l'employé quitte l'entreprise, cette dernière perd le potentiel de valeur découlant du savoir-faire de cet employé, en plus de devoir réinvestir des sommes importantes pour ramener la main d'œuvre à son niveau antérieur. Dès lors, il semble pertinent de se questionner à savoir quelle est la portion de la valeur du capital humain attribuable aux caractéristiques propres des employés; le reste découlant des infrastructures mises en place par l'organisation pour favoriser la divulgation du savoir. Comme le précise d'ailleurs Johnson (2012), la partie du capital humain qui est indissociable des individus, soit le capital humain personnel, quitte obligatoirement l'entreprise au départ de l'employé, contrairement à la partie créée et maintenue par l'organisation, soit le capital humain individuel, qui ne disparaît pas nécessairement avec le départ de l'individu de qui il est initialement issu. Bien que ces deux types de capital humain puissent provenir d'un même individu ou d'un même groupe d'employés, l'élément qui distingue ces deux notions réside dans le niveau de dissociabilité existant entre un individu et le capital humain qui en découle. Comme déjà mentionné, Schultze (1996, dans Blair, 1996) précise que la valeur du capital humain n'est pas uniquement attribuable aux connaissances détenues et mises en application par les employés, mais également à la relation entre ces derniers et l'organisation qui les emploie. En ce sens, Stewart (1999) affirme que le risque encouru par une entreprise découle alors du fait que les employés détenteurs d'un grand capital humain sont habituellement les plus

talentueux et, par le fait même, les plus susceptibles de quitter leur employeur pour un autre. La solidité de la relation entre l'individu et l'organisation nécessiterait donc une attention particulière lors de la valorisation du capital humain, en plus de la prise en considération de l'ensemble des caractéristiques propres aux employés qui constituent cet actif. Ainsi, plusieurs auteurs (notamment Bontis, 1996, 1998; Marr, 2008; Palacios-Marques et Garrigos-Simon, 2003) ont rapidement constaté l'importance de subdiviser le capital humain en plusieurs composantes distinctes afin de pouvoir leur attribuer une valeur individuelle, pour en venir ensuite à déterminer une valeur globale pour cet actif incorporel. Malgré le fait qu'un certain nombre de techniques d'évaluation, tant quantitatives que qualitatives, aient été développées en lien avec ce type d'actif incorporel, les résultats obtenus lors de la résidence en entreprise confirment que peu d'entre elles semblent s'appliquer adéquatement au contexte particulier du capital humain. Becker (1993) déplore d'ailleurs le peu de tentatives visant à considérer les investissements dans le capital humain dans leur globalité, permettant également de tenir compte des implications pratiques pouvant y être rattachées. Du même avis, Stewart (1999) ajoute que la difficulté entourant la gestion de cet actif incorporel pourrait s'expliquer par le fait que les gestionnaires n'établissent pas de différence réelle entre les coûts engagés pour payer un individu par rapport à ceux liés aux investissements faits dans leur potentiel. Dès lors, il semble intéressant de définir davantage les méthodes d'évaluation potentielles de tels éléments d'actif incorporel dans le but d'améliorer le processus d'évaluation en tant que tel, notamment par la réduction de l'incertitude s'y rattachant.

1.1 IDENTIFICATION D'UNE PROBLÉMATIQUE INITIALE

Précédemment, il a été établi que l'évaluation financière du capital humain devrait être considérée comme représentant un avantage de taille pour les organisations œuvrant dans une économie basée sur le savoir. Il fut également précisé que les méthodes traditionnelles d'évaluation ne semblent toutefois pas prendre en considération la valeur de tels actifs incorporels, notamment à cause des difficultés d'identification et

de valorisation rattachées à ces derniers. En ce sens, une problématique initiale a d'abord été élaborée sous la forme de la question suivante :

Comment peut-on améliorer la contribution des modes traditionnels d'évaluation au processus de détermination de la valeur du capital humain?

Afin d'en valider la pertinence, la problématique initiale fit l'objet d'une recherche préliminaire, s'inscrivant dans le cadre de la résidence en entreprise, suite à laquelle il fut possible d'établir certaines constatations permettant de préciser la problématique managériale.

1.1.1 Résidence en entreprise

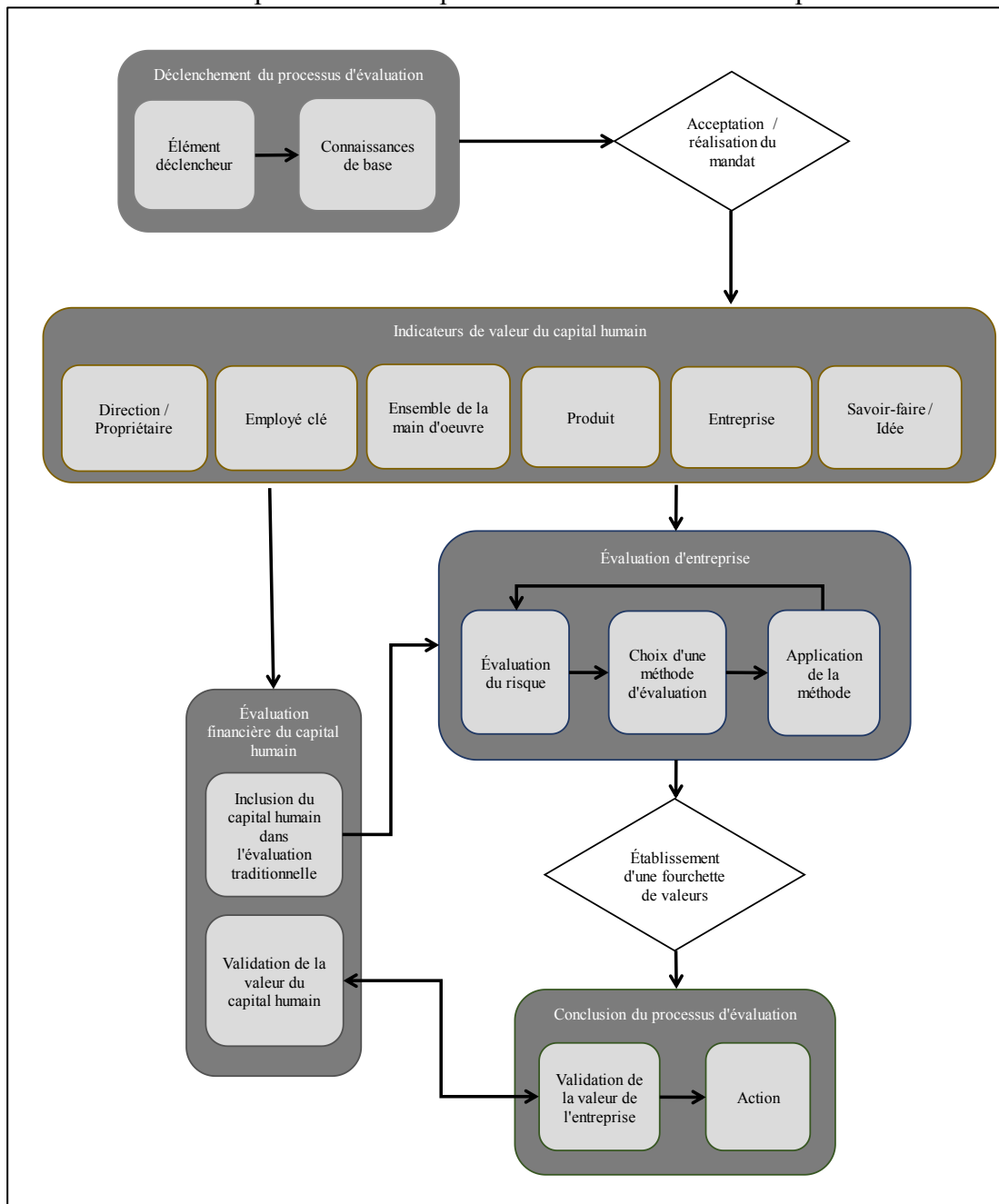
Tout d'abord, la résidence en entreprise fut réalisée dans le but de recueillir les informations pertinentes auprès d'acteurs du domaine de l'évaluation d'entreprise en ce qui a trait aux méthodes employées en pratique lors de la détermination de la valeur d'une organisation dans sa globalité. Par la suite, un intérêt particulier a également été porté sur les caractéristiques du capital humain prises en considération par ces acteurs lors du processus d'évaluation, de manière à cibler l'impact de celles-ci sur la valeur ainsi déterminée. Au total, 11 participants ont été rencontrés dans le cadre de la résidence en entreprise, dont six travaillaient au sein d'un cabinet comptable (trois experts en évaluation d'entreprises, un directeur en certification, un directeur fusion-acquisition et un fiscaliste), trois pour le compte d'une société de capital de risque (directeurs investissement ou directeurs de portefeuille), et deux dans une société de gestion de portefeuille (conseillers en placement ou gestionnaires de portefeuille). Le positionnement géographique a également été considéré lors du choix des répondants de manière à dresser le portrait d'acteurs œuvrant tant en métropole qu'en région. Ainsi, huit répondants travaillaient en région, tandis que les trois autres répondants travaillaient dans un grand centre urbain, soit Québec ou Montréal.

1.1.1.1 Élaboration d'un modèle préliminaire

Tel que mentionné précédemment, la résidence en entreprise avait d'abord pour objectif d'identifier les méthodes d'évaluation d'entreprise auxquelles les acteurs de ce domaine ont recours. À prime abord, tous les répondants ont fait état d'un processus d'évaluation standard et très structuré, établi en fonction des objectifs des mandats traités et de la nature de l'organisation qui les emploie. À la lumière des informations recueillies, il fut donc possible de procéder à l'élaboration d'un modèle préliminaire, présenté à la figure 1.2 de la page suivante.

Cette représentation générale du processus d'évaluation a ensuite permis de situer les étapes à l'intérieur desquelles le capital humain aurait vraisemblablement un impact, ou serait à tout le moins pris en considération, lors de la détermination de la juste valeur marchande (JVM) d'une entreprise. De cette façon, il semble désormais possible de mieux comprendre l'importance accordée par les acteurs du domaine de l'évaluation aux différentes caractéristiques du capital humain, également considérées par plusieurs répondants comme étant des facteurs de création de valeur au sein des organisations. Afin de situer le lecteur, chacune des dimensions principales de ce modèle préliminaire est par la suite brièvement abordée.

Figure 1.2
Modèle préliminaire du processus d'évaluation d'entreprise



Déclenchement du processus d'évaluation. Préalablement à l'évaluation d'entreprise en tant que telle se trouve la phase de déclenchement du processus d'évaluation, initiée par un événement vécu par une organisation ou un individu, duquel naît le besoin de procéder à la détermination de la JVM d'une entreprise. Cette phase est identifiée

comme étant l'élément déclencheur. Ainsi, la nature du besoin organisationnel ou individuel détermine habituellement le type de mandat d'évaluation devant être réalisé. La phase de l'acquisition des connaissances de base vient par la suite et fait référence à l'importance pour l'évaluateur d'acquérir une connaissance suffisante de l'entreprise évaluée ainsi que de de l'ensemble des éléments pouvant avoir un impact sur l'évaluation en tant que telle. Les connaissances requises s'acquièrent alors par des demandes d'informations auprès des personnes œuvrant au sein de l'entreprise, ainsi que par l'expérience acquise par l'évaluateur, notamment en ce qui a trait à l'industrie et au marché desservis par l'organisation en question.

Acceptation / réalisation du mandat. Avant de poursuivre le processus d'évaluation, l'évaluateur doit se positionner sur l'acceptation définitive du mandat. De cette façon, l'évaluateur conserve la possibilité de se retirer du dossier s'il juge que les informations préalablement recueillies ne justifient pas la mise en œuvre d'un processus formel d'évaluation d'entreprise.

Indicateurs de valeur du capital humain. Une fois le mandat d'évaluation accepté, il ressort de la résidence en entreprise que les acteurs du domaine de l'évaluation accordent une grande importance au capital humain lorsqu'ils procèdent à la détermination de la valeur d'une entreprise. Ainsi, les évaluateurs tentent de déceler la présence de diverses caractéristiques en lien avec le capital humain, et ce, avant même de procéder à l'évaluation financière de l'entreprise. La présence, ou l'absence, de ces éléments au sein d'une organisation pourrait alors être perçue comme un indicateur de valeur (plus ou moins-value) lors de l'évaluation de celle-ci. Le premier indicateur de valeur identifié par les répondants touche les compétences du propriétaire et/ou la qualité de l'équipe de direction d'une entreprise, dont dépendent fréquemment la rentabilité et la performance de cette dernière. Selon les répondants, les principales caractéristiques d'une bonne équipe de gestion résident dans la capacité des dirigeants à réaliser la mission, la vision et la stratégie de l'entreprise, en faisant notamment preuve de leadership. De plus, le profil d'un bon gestionnaire réfère également à

d'excellentes compétences en communication, à une grande capacité d'adaptation aux changements, ainsi qu'à la transparence et l'intégrité. Le deuxième indicateur de valeur relevé par les répondants porte sur la présence d'employés clés qui, tout comme pour l'équipe de direction, doivent également être pris en considération dans le processus d'évaluation. Au sein d'une organisation, l'employé clé occupe habituellement une place importante en termes de connaissances ou d'expertise particulière; toutes deux étant fortement influencées par la formation ainsi que par l'expérience que possède l'employé en question, et ce, tant au niveau académique que professionnel. De plus, bien qu'un employé clé contribue généralement à la rentabilité de l'entreprise et donc au processus de création de valeur, une trop grande dépendance envers celui-ci représenterait également un risque important pouvant alors diminuer la valeur d'une entreprise. Par la suite, l'ensemble de la main d'œuvre peut également être considérée comme étant un indicateur de valeur puisque, dépendamment du contexte dans lequel évolue l'entreprise, la valeur de celle-ci peut reposer sur la performance réalisée globalement par ses employés. Comme l'atteinte d'objectifs organisationnels dépend d'une multitude de facteurs liés ou non au capital humain, il semble alors difficile d'isoler la valeur attribuable uniquement à la performance des employés. Dès lors, les évaluateurs soulignent l'importance de la prise en considération des aspects suivants, touchant la main d'œuvre globale d'une entreprise, sans toutefois les quantifier financièrement : 1) l'âge moyen des employés, 2) le taux de roulement, 3) les niveaux de motivation et de satisfaction, 4) les relations syndicales prévalant dans l'entreprise, et 5) l'accessibilité ou la facilité de remplacement de l'ensemble de la main d'œuvre. Le cinquième indicateur de valeur du capital humain porte sur le produit d'une entreprise, dont le niveau de qualité supérieur risque d'apporter une meilleure rentabilité et, par le fait même, une valeur ajoutée à l'entreprise. L'indicateur de valeur suivant porte sur un certain nombre de facteurs liés à l'entreprise dans son ensemble, tels que l'image projetée, la perception du marché pour un produit, la présence de contrats signés avec différents partenaires d'affaires ainsi que les effets de synergies créés au sein de l'entreprise. Bien que la présence de ces facteurs ne soit pas directement liée au capital humain, il n'en demeure pas moins que les employés et la

direction joue un rôle capital dans la gestion de ces diverses relations d'affaires. Le dernier indicateur de valeur identifié par les répondants réside dans le savoir-faire détenu par les employés pouvant mener au développement d'innovations, sources importantes de création de valeur. En somme, les caractéristiques définissant la direction et/ou le propriétaire, les employés clés, l'ensemble de la main d'œuvre, le produit, l'entreprise et le savoir-faire devraient être pris en considération par les évaluateurs puisque ces différents facteurs peuvent avoir un effet à la hausse ou à la baisse sur la valeur d'une entreprise.

L'évaluation d'entreprise. La phase suivante est celle de l'évaluation d'entreprise en tant que telle, qui consiste essentiellement à mettre en application les méthodes d'évaluation retenues, et ce, en fonction de l'ensemble des informations obtenues lors des phases précédentes. Cette étape débute par l'évaluation des risques ayant un impact sur la détermination du taux d'actualisation ainsi que sur l'élaboration des prévisions financières servant à la mise en application des méthodes d'évaluation. Ainsi, les résultats de la résidence en entreprise portent à croire que les informations liées au capital humain recueillies jusqu'à ce stade du processus d'évaluation ont pour effet d'augmenter ou de diminuer le risque associé à l'exploitation de l'entreprise évaluée, influençant par le fait même la valeur déterminée pour celle-ci. Dépendamment des circonstances ayant mené à l'évaluation, les répondants affirment avoir recours aux méthodes traditionnelles d'évaluation basées sur l'exploitation, sur le marché ainsi que sur l'actif; certaines méthodes étant identifiées comme principales, d'autres étant utilisées davantage pour fins de validation. La sélection des méthodes d'évaluation spécifiquement applicables à une entreprise serait alors principalement effectuée en fonction du secteur d'activités, de l'âge et du cycle de croissance de l'organisation en question. Une fois le choix des méthodes d'évaluation effectué, il est possible de débiter leur application. Par l'utilisation de plusieurs méthodes d'évaluation ou par le recours à des hypothèses différentes sur lesquelles baser leurs estimations, les évaluateurs en viennent à effectuer plus d'un calcul, de manière à déterminer une fourchette de valeurs.

L'établissement d'une fourchette de valeurs. Avant de conclure le processus d'évaluation, l'évaluateur doit se positionner sur la fourchette de valeurs à l'intérieur de laquelle se situe la valeur de l'entreprise. De cette façon, l'évaluateur propose une certaine marge de manœuvre aux parties impliquées dans l'évaluation, notamment pour laisser place au processus de négociation.

L'évaluation financière du capital humain. Bien que le capital humain ne fasse pas l'objet d'une évaluation financière distincte, la résidence en entreprise a permis de constater que la valeur générée par de tels actifs incorporels est toutefois prise en considération, et ce, tout au long du processus d'évaluation. Ainsi, la détermination de la valeur du capital humain semble survenir parallèlement avec les phases d'évaluation d'entreprise et de conclusion du processus d'évaluation. D'une part, les évaluateurs considèrent tout simplement que la valeur du capital humain est incluse dans la valeur globale d'une entreprise puisque ce sont les employés qui contribuent à la rentabilité de celle-ci; cette rentabilité se reflétant ensuite dans les résultats financiers servant de base à la plupart des méthodes traditionnelles d'évaluation. Aucun autre processus d'évaluation ne serait alors mis de l'avant pour procéder à l'évaluation financière du capital humain. D'autre part, la valeur du capital humain peut également être estimée par une technique comptable appelée l'allocation du prix d'achat, qui consiste à s'assurer que l'écart entre le prix fixé pour une entreprise et la valeur comptable de cette dernière équivaut à la somme des rendements futurs générés par différents actifs, dont notamment le capital humain. Dès lors, la valeur du capital humain, ou plutôt le rendement potentiellement généré par cet actif incorporel, permet de confirmer que la prime versée à l'acquisition d'une entreprise (le goodwill) n'est pas surévaluée. Donc, à part l'allocation du prix d'achat, aucune autre méthode d'évaluation financière du capital humain ne semble être utilisée en pratique.

La conclusion du processus d'évaluation. Le processus d'évaluation se conclut d'abord par la validation de la fourchette de valeurs établie pour l'entreprise évaluée. Ainsi, selon les répondants, la première façon de valider les résultats obtenus par une méthode

d'évaluation consiste à appliquer une autre méthode d'évaluation; le but étant l'obtention d'un résultat similaire pour les deux méthodes mises de l'avant. Il leur est également possible de valider les résultats obtenus en consultant des collègues ainsi qu'en soumettant le fruit de leur travail à un rigoureux processus de contrôle de la qualité. Et bien que le capital humain ne fasse pas l'objet d'une évaluation financière distincte, il n'en demeure pas moins que celui-ci peut avoir un impact sur le processus d'évaluation, validant alors la valeur globale déterminée pour l'entreprise. En dernier lieu, les parties impliquées dans le processus d'évaluation doivent finalement passer à l'action. Dépendamment du contexte de l'évaluation ainsi que de la nature du mandat réalisé, soit que la JVM déterminée pour une entreprise est simplement divulguée au client, soit qu'un processus de négociation s'enclenche dans le but ultime de conclure la transaction ayant donné naissance à l'évaluation d'entreprise.

1.1.1.2 Retombées de la résidence en entreprise

La réalisation de la résidence en entreprise a permis de confirmer que les méthodes traditionnelles d'évaluation ne prennent pas explicitement en considération la valeur financière du capital humain. De plus, les acteurs consultés œuvrant dans le domaine de l'évaluation reconnaissent la création d'une valeur ajoutée par la présence du capital humain au sein d'une entreprise, mais admettent ne pas savoir de quelle façon quantifier cette valeur. Désirant alors inclure cette variable dans leur processus d'évaluation d'entreprise, les professionnels de ce domaine ont tenté de développer certaines pratiques leur permettant de prendre en considération la valeur générée par le capital humain. Selon les résultats obtenus par la résidence en entreprise, une de ces pratiques consisterait à identifier certains indicateurs de valeur liés au capital humain dans le but de les intégrer dans l'évaluation du niveau de risque découlant de l'exploitation d'une entreprise; ce niveau de risque servant alors de base à certaines méthodes traditionnelles d'évaluation. Une autre pratique serait tout simplement de prendre pour acquis que la valeur ajoutée attribuable au capital humain se reflète déjà dans la rentabilité actuelle de l'entreprise sur laquelle se basent certaines méthodes

traditionnelles d'évaluation. À l'inverse, cette pratique impliquerait également que la rentabilité et, par conséquent, la valeur d'une entreprise soient réduites lorsque des employés quittent l'organisation qui les emploie. Puis la dernière pratique relevée consisterait à valider la valeur totale déterminée pour une entreprise en s'assurant de la présence de certaines caractéristiques liées au capital humain. En somme, suite à la réalisation de la résidence en entreprise, les pratiques recensées en matière d'évaluation semblent montrer que la valeur générée par la présence du capital humain au sein d'une entreprise est englobée dans la prime totale désignée comme étant le goodwill, et ce, lorsqu'elle est prise en considération, ce qui ne semble pas toujours être le cas.

1.2 PROBLÉMATIQUE MANAGÉRIALE

À la lumière des constats découlant de la résidence en entreprise, il appert que le véritable problème ne se situe probablement pas tant au niveau de la contribution des modes traditionnels d'évaluation au processus de détermination de la valeur du capital humain. En effet, il semble plutôt que la problématique devrait s'inscrire dans une démarche d'élaboration et/ou d'identification de méthodes d'évaluation propres à l'évaluation financière du capital humain, de manière à pouvoir isoler cette valeur jusqu'à présent englobée dans le goodwill, dans plusieurs cas, ou tout simplement non déterminée dans d'autres. Malgré ce constat, les propos recueillis des acteurs consultés lors de la résidence en entreprise confirment qu'un problème subsiste toujours quant à la façon d'attribuer une valeur financière au capital humain. Ainsi, certaines précisions doivent d'abord être apportées à la problématique initiale, de manière à pouvoir ensuite formuler adéquatement les questions ainsi que les objectifs de la présente recherche.

1.2.1 Problème général

Tel que confirmé par les résultats dégagés de la résidence en entreprise, il semble que le capital humain représente une valeur ajoutée importante pour les organisations, d'où l'intérêt de sa prise en considération lors de la détermination de la valeur de ces dernières. Par contre, les difficultés entourant l'identification et la valorisation des éléments constituant ce genre d'actif incorporel empêcheraient les acteurs du domaine de l'évaluation de l'évaluer distinctement du reste de l'entreprise. Qui plus est, les méthodes d'évaluation traditionnellement employées par ces acteurs ne semblent pas adaptées à la réalité relativement nouvelle de l'importance des actifs incorporels tels que le capital humain. Le problème général de la recherche porte donc sur l'évaluation financière du capital humain à l'intérieur même du processus d'évaluation d'entreprise.

1.2.2 Problème spécifique

Suite aux conclusions tirées de la résidence en entreprise, il semble intéressant de déterminer la façon adéquate d'établir la valeur du capital humain lors de l'évaluation d'une organisation, de manière à isoler cette variable du reste de la valeur attribuée à l'ensemble des actifs incorporels, et ce, toujours dans le but d'améliorer le processus actuel d'évaluation d'entreprise. Pour y parvenir, il semble d'abord essentiel d'obtenir une meilleure compréhension de la prise en considération de l'impact financier découlant de la présence et de la gestion adéquate du capital humain au sein d'une organisation. En ce sens, il semble donc pertinent d'identifier les facteurs propres au capital humain ayant un impact dans la détermination de la JVM d'une entreprise, de manière à envisager la possibilité de procéder distinctement à l'évaluation financière de ces facteurs.

1.2.3 Questions générales de la recherche

Considérant le problème identifié ci-dessus, cette recherche exploratoire devrait permettre de répondre aux trois questions suivantes :

1. Quelles sont les méthodes d'évaluation utilisées pour déterminer la valeur financière du capital humain?
2. Quels sont les facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain?
3. Quelle est la valeur spécifique attribuée à ces facteurs, permettant de refléter leur importance dans le processus d'évaluation d'une entreprise?

1.2.4 Objectifs généraux de la recherche

Afin d'être en mesure de répondre à ces questions, cette recherche poursuit les deux objectifs suivants :

1. Améliorer les connaissances en ce qui a trait aux méthodes actuellement utilisées pour réaliser l'évaluation financière du capital humain;
2. Améliorer les connaissances en ce qui a trait à l'identification et la valorisation des facteurs créateurs de valeur en lien avec le capital humain.

1.2.5 Objectifs spécifiques de la recherche

Finalement, il est possible de préciser les objectifs spécifiques poursuivis par cette recherche. D'abord, cette dernière vise à décrire, analyser, comprendre et documenter les méthodes d'évaluation employées par les acteurs du domaine de l'évaluation lors de la détermination de la valeur d'une entreprise et, plus précisément, lors de l'évaluation du capital humain. De plus, les informations ainsi recueillies permettront d'évaluer l'importance accordée par les acteurs de ce domaine aux différents facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain, ce qui pourrait se traduire par l'amélioration du processus d'évaluation de ce type d'actif incorporel.

DEUXIÈME CHAPITRE

CONTEXTE THÉORIQUE

Le contexte théorique de la recherche a pour objectif la présentation des écrits recensés en lien avec la problématique managériale qui porte sur l'amélioration des connaissances quant aux méthodes d'évaluation financière du capital humain lors de la détermination de la valeur d'une entreprise. Pour ce faire, les principaux concepts théoriques découlant de cette problématique seront abordés, pour ensuite constituer les bases qui soutiendront la réflexion. Dans un premier temps, le cadre général de la recherche sera défini; ce dernier portant sur l'évaluation d'entreprise ainsi que les méthodes traditionnellement utilisées dans ce domaine. Dans un second temps, le cadre spécifique de la recherche sera présenté; ce dernier visant à définir les éléments évalués, soit le capital humain et ses constituantes, en plus d'identifier et d'analyser les différentes tentatives de méthodes d'évaluation élaborées jusqu'à maintenant.

2.1 CADRE GÉNÉRAL DE LA RECHERCHE

2.1.1 Processus d'évaluation

Comme mentionné précédemment, l'évaluation d'une entreprise et de l'ensemble de ses composantes constitue un processus fort complexe. Selon Blanchette et Labelle (1998), le processus d'évaluation consiste à faire appel au jugement dans le but d'établir la JVM d'une entreprise. Slee (2004) précise également que la JVM d'une entreprise est déterminée par les divers acteurs concernés en fonction de l'objectif principal qu'ils poursuivent lors de l'évaluation. Chaque acteur aurait alors sa propre conception de la valeur devant être attribuée; conception désignée comme étant des « mondes de valeur ». La complexité de ce processus résiderait donc dans le fait que les évaluations sont habituellement réalisées pour le compte de plusieurs acteurs économiques, tels que les gestionnaires, les propriétaires, les investisseurs ainsi que les bailleurs de fonds, et que tous ne poursuivent pas le même objectif. Dans cette situation,

il y aurait donc autant de valeurs possibles qu'il y a d'individus mis à contribution dans le processus d'évaluation. Partageant cet avis, Boivin (2004) suppose à son tour que chaque partie impliquée dans l'évaluation détermine une valeur conformément à son monde, à son marché conceptuel ou à sa perception personnelle. Ainsi, les divergences entre les perceptions des différentes parties impliquées dans le processus d'évaluation risquent de générer un écart plus ou moins important quant à la valeur établie par chacun. Afin de limiter le plus possible l'écart entre les différentes valeurs établies, il est alors préférable de définir préalablement un marché conceptuel commun à toutes les parties impliquées dans le processus. Pour y parvenir, quelques principes fondamentaux ont été élaborés dans le but de réduire les divergences entre les valeurs déterminées par les différents acteurs prenant part au processus d'évaluation d'une entreprise.

2.1.2 Principes fondamentaux de l'évaluation

Lorsqu'appliqué au contexte organisationnel, le processus d'évaluation a pour objectif d'établir la valeur d'une entreprise. Dans ce contexte, le terme valeur fait habituellement référence à la notion de JVM, qui se définit comme suit : « *The highest price available in an open and unrestricted market between informed and prudent parties, acting at arm's length and under no compulsion to act, expressed in terms of cash* » (Johnson, 2012, p. 5)⁴. Ainsi, pour parvenir à établir une valeur d'entreprise considérée par chaque partie comme étant juste et adéquate, les experts en évaluation ont développé les principes de base suivants :

1. La JVM fluctue dans le temps;
2. La JVM est reliée aux anticipations;
3. Les événements a posteriori n'ont aucune valeur;
4. Plus la valeur de remplacement de l'actif corporel est élevée, moins le risque lié à l'évaluation l'est;

⁴ Le prix le plus élevé dans un marché ouvert et libre entre des parties informées et prudentes, n'ayant aucun lien de dépendance et n'agissant pas sous la contrainte, exprimé en termes monétaires (traduction libre).

5. S'il existe réellement un marché d'acheteurs spéciaux, alors l'évaluation ne visera que ce marché (Boivin, 2004, p. 16-18).

Le premier principe stipule que la JVM fluctue avec le passage du temps. Ainsi, plus il s'écoule de temps entre l'évaluation et l'utilisation de la JVM établie, plus le risque de variation de cette dernière est élevé. Une valeur établie à un moment donné ne serait donc valide que pour ce moment précis. Le deuxième principe spécifie que la JVM d'une entreprise doit être établie en fonction des anticipations liées à la performance future de cette entreprise, et non pas uniquement selon les informations financières évoquant ses résultats antérieurs. Ces données futures n'étant pas disponibles au moment de l'évaluation, l'évaluateur doit d'abord les estimer en se basant sur les informations passées, qu'il ajustera par la suite en fonction d'hypothèses tenant compte de ces anticipations futures. Le troisième principe mentionne que les événements a posteriori n'ont aucune valeur, ce qui signifie que l'évaluation doit être réalisée en ne tenant compte que des informations disponibles au moment de celle-ci. Ainsi, les données en lien avec des événements survenus entre la date d'évaluation et le moment de l'utilisation de cette valeur ne devraient pas influencer la valorisation de l'organisation. Le quatrième principe réfère au fait que le risque lié à l'évaluation d'une entreprise serait moindre lorsque la valeur de remplacement de l'ensemble des actifs incorporels est élevée. Cette diminution du risque serait due à une barrière financière liée à l'acquisition de tels actifs, rendant le marché dans lequel œuvre l'organisation évaluée difficilement accessible pour des concurrents potentiels. Dans ce cas, il serait alors plus facile de justifier une JVM élevée pour les actifs d'une entreprise. À l'inverse, la présence importante d'actifs incorporels au sein d'une organisation aurait pour effet d'augmenter le risque d'évaluation de cette dernière. Cette hausse du risque, liée dans ce cas au niveau élevé d'incertitude entourant la matérialisation des avantages économiques rattachés à l'exploitation de tels éléments d'actif, devrait également être prise en considération lors de l'évaluation en soi. Finalement, le cinquième principe

fait mention de l'impact que peut avoir la présence d'acheteurs spéciaux⁵ sur la valeur déterminée par le processus d'évaluation. Considérant le fait que chaque individu définit la valeur en fonction des objectifs qu'il poursuit, la détermination de la JVM d'une entreprise doit toujours se faire en tenant compte des objectifs poursuivis par ces acheteurs spéciaux, faisant même abstraction des autres objectifs non liés aux besoins particuliers de ces derniers. En somme, il ressort de l'ensemble de ces principes que l'évaluation d'une entreprise constitue un processus complexe, notamment par la place importante accordée au jugement des acteurs y prenant part.

2.1.3 Principes théoriques de l'évaluation

Certains principes théoriques régissent le processus d'évaluation d'entreprise, notamment en ce qui a trait aux notions de risque et de rendement. Tel que l'explique Page (1999), le théorème de Modigliani et Miller suppose que dans un monde sans impôts, ni coûts de transaction, et dans lequel prévaut l'efficacité des marchés, la valeur d'un actif est indépendante de la provenance de son financement. Il s'agit en fait de la théorie de la structure du capital selon laquelle une entreprise financée entièrement par capitaux propres a une valeur identique à une entreprise dont le financement provient en partie de créanciers externes. Selon cette théorie, le risque financier d'une entreprise augmenterait lorsqu'une partie de son financement provient de l'externe, et ce, même si les taux d'intérêts facturés sont souvent moindres que le taux de rendement exigé par les actionnaires. Dans ce cas, ces derniers tenteraient d'atténuer les impacts de cette augmentation du risque en exigeant un taux de rendement plus élevé sur leur investissement. Considérant alors cette modification de la structure du capital, jumelée à un ajustement du taux de rendement exigé par les actionnaires, le coût moyen pondéré en capital (CMPC) serait identique dans l'une ou l'autre de ces structures. Cependant, il importe de souligner le fait que ce modèle théorique a fait l'objet de nombreuses critiques, à savoir que les hypothèses de base du

⁵ Selon Boivin (2004), un acheteur spécial est un acquéreur potentiel qui démontre un intérêt particulier pour l'acquisition d'une entreprise et qui est prêt à payer une prime significative pour en bénéficier.

théorème de Modigliani et Miller seraient trop restrictives et ne reflèteraient pas la réalité économique dans laquelle œuvrent les organisations, notamment en ce qui a trait aux coûts d'agence découlant de l'asymétrie de l'information. De plus, l'impact fiscal lié à la déductibilité des intérêts ferait en sorte qu'une entreprise qui se finance par dette vaut habituellement plus qu'une organisation financée uniquement par capitaux propres.

Ainsi, en partant du modèle du CMPC, la formule suivante a été élaborée dans le but de déterminer la valeur d'une entreprise (Page, 1999) :

$$V = \frac{BAII(1 - T_c)}{K_o - g}$$

Où :
 V = Valeur de l'entreprise
 BAII = Bénéfice anticipé (prévision future), avant intérêts et impôts
 T_c = Taux d'imposition corporatif
 K_o = CMPC
 g = Taux de croissance

Dans cette formule, la variable représentant le CMPC occupe une place importante dans le processus d'évaluation des entreprises puisqu'elle reflète le taux de rentabilité exigé par les actionnaires et les créanciers en fonction de leur investissement respectif. Il s'agit donc d'un indicateur important puisqu'il permet aux investisseurs, actuels et futurs, de déterminer si le rendement découlant d'une opportunité d'investissement permet de compenser les risques associés à celle-ci. Dès lors, un niveau de risque élevé aurait pour effet de diminuer la valeur de l'entreprise; l'inverse étant également vrai. En somme, il ressort de la formule précédente que deux situations pourraient éventuellement permettre d'augmenter la valeur d'une entreprise; la première étant en lien avec la diminution du niveau de risque rattaché à l'exploitation de celle-ci, la deuxième découlant plutôt de l'augmentation de la rentabilité de l'entreprise, et ce, à un niveau supérieur à celui des risques encourus.

2.1.4 Méthodes traditionnelles d'évaluation

Plusieurs auteurs (notamment Albo, Bryk et Pigott, 2000; Blanchette et Labelle, 1998; Boivin, 2004; Brassard, 1995; Campbell et Johnson, 2001; Cherif, 2007; Johnson, 2011, 2012; Page, 1999) traitent des méthodes traditionnelles d'évaluation d'entreprise. Bien que la terminologie employée par chacun des auteurs consultés varie d'un écrit à l'autre, il est possible de distinguer trois catégories principales de méthodes d'évaluation, soit les méthodes basées sur les actifs, celles basées sur le marché et celles basées sur l'exploitation.

2.1.4.1 Méthodes basées sur les actifs

La première catégorie est celle des méthodes basées sur les actifs. Comme son nom l'indique, « cette famille de méthodes a pour but d'évaluer la valeur de l'entreprise en se basant sur les éléments d'actif qu'elle possède » (Brassard, 1995, p. 16.36). L'hypothèse générale à la base de ces méthodes résiderait alors dans le fait que la valeur d'un actif devrait être égale au coût nécessaire pour son acquisition ou sa création, tel que le précisent Johnson (2012) ainsi que Reilly et Schweih (1999). Dès lors, ce sont les montants divulgués aux états financiers qui serviraient de point de départ à l'application de ces méthodes, habituellement désignées sous les appellations de valeur aux livres, valeur comptable ajustée et valeur de liquidation.

A priori, bien qu'elles puissent être considérées comme étant faciles à utiliser, les méthodes d'évaluation basées sur les actifs semblent également comporter plusieurs faiblesses. En ce sens, Johnson (2012) remet d'abord en question le recours à la notion de coûts pour déterminer la valeur d'une entreprise ou d'un actif, puisqu'aucune définition précise ne serait énoncée, ce qui laisserait place à l'interprétation quant aux coûts devant ou ne devant pas être pris en considération dans le calcul. En plus de cette difficulté, une lacune majeure liée à la détermination de la valeur d'une entreprise à partir du coût de ses actifs découlerait de la théorie de la complexité et ferait référence

au fait que le tout vaut habituellement plus que la somme de ses parties. Ainsi, en contexte d'évaluation, « il peut arriver, et c'est généralement le cas, que la valeur réelle d'une entreprise soit plus grande que la somme des valeurs de chacun des actifs pris séparément » (Page, 1999, p. 2.4). Ce phénomène s'expliquerait d'ailleurs par l'effet de synergie qui s'opère entre les actifs utilisés par l'entreprise; synergie résultant principalement de l'utilisation et de la gestion des actifs par le capital humain travaillant au sein de cette organisation. À cet égard, Johnson (2012) précise également que des variables autres que le coût pourraient influencer la valeur, surtout dans le cas des actifs intangibles. À titre d'exemples, des changements dans les conditions économiques ou l'arrivée d'un nouvel actif sur le marché pourraient résulter en une sur ou une sous-évaluation de la valeur d'un actif comparativement à son coût. Toujours selon Johnson (2012), les coûts engendrés pour l'acquisition et/ou la création d'un actif ne seraient pas garants d'un niveau de viabilité commerciale déterminé à l'avance. En effet, des coûts élevés liés à la création d'un actif pourraient tout de même résulter en une viabilité commerciale limitée ou nulle, créant par le fait même une surévaluation de l'actif en question. L'inverse serait également possible puisqu'un actif acquis ou généré à faible coût pourrait très bien représenter une manne pour l'entreprise, produisant alors des avantages économiques allant bien au-delà du coût engagé pour son acquisition et/ou son développement. Compte tenu de ces précisions, il pourrait donc être risqué de se fier uniquement au coût individuel de chaque actif inscrit aux états financiers pour déterminer leur valeur respective ou encore la valeur d'ensemble de plusieurs actifs. Une deuxième lacune liée aux méthodes d'évaluation basées sur le coût des actifs résiderait dans les normes comptables régissant la production des états financiers. En fait, plusieurs faiblesses découleraient des règles de comptabilisation des éléments figurant aux états financiers traditionnels. Tout d'abord, les montants inscrits aux livres comptables sont basés sur des coûts historiques, dont la pertinence tend habituellement à diminuer avec le temps. Il existerait donc un risque important de distorsions entre la valeur aux livres et la valeur actuelle d'un même actif, ce qui pourrait avoir un impact non négligeable sur une évaluation basée uniquement sur des données comptables. De plus, plusieurs actifs incorporels générés à l'interne ne sont

pas comptabilisés ni présentés dans les états financiers, ce qui risquerait également de fausser la valeur déterminée par des méthodes d'évaluation basées sur les actifs. Selon Johnson (2012), la crédibilité des conclusions tirées de ces approches dépendraient alors des informations disponibles et présentées aux états financiers. Sur la base des normes comptables, les données tirées des états financiers risqueraient donc d'être incomplètes, notamment en ce qui concerne les coûts. À cet égard, Howitt (2003) précise que les méthodes d'évaluation basées sur les actifs devraient plutôt être utilisées à titre complémentaire aux méthodes d'évaluation basées sur le marché ainsi que sur l'exploitation. Selon cet auteur, ces méthodes seraient d'ailleurs mieux adaptées à la l'évaluation d'une entreprise exploitée dans l'environnement économique actuel et futur. Le recours à une des méthodes d'évaluation basées sur les actifs pourrait donc être limité à certaines situations précises, qui tiendraient notamment compte des risques liés à leur utilisation.

Valeur aux livres. La méthode de la valeur aux livres semble être l'approche d'évaluation la plus simple et la plus rapide. Tel que définie par Blanchette et Labelle (1998), cette méthode consiste à évaluer une entreprise en déterminant sa valeur comptable nette, c'est-à-dire en effectuant la somme de ses actifs, diminuée de la somme de ses passifs. Dès lors, les actifs et les passifs étant habituellement comptabilisés dans les états financiers à leur coût historique, ou passé, de telles valeurs comptables ne seraient pas le reflet de la valeur réelle, ou actuelle, de l'actif net d'une entreprise. Donc malgré sa simplicité apparente d'application, cette méthode serait également celle qui reflète le moins la véritable valeur d'une entreprise.

Valeur comptable ajustée (ou avoir des actionnaires ajusté). Selon Johnson (2012) et Cherif (2007), la méthode de la valeur comptable ajustée a également pour point de départ la valeur de l'actif net présentée aux états financiers d'une entreprise, soit la valeur totale des actifs diminuée de celle des passifs. À cette valeur, plusieurs ajustements doivent ensuite être apportés pour refléter les valeurs au marché des éléments d'actif et de passif, nettes des impôts s'y rattachant. On obtiendrait alors une

valeur d'entreprise qui se rapproche davantage de sa JVM. Toutefois, la complexité de cette méthode résiderait dans la détermination de cette JVM, pouvant alors être une valeur au marché ou un coût de remplacement, à l'état neuf ou usagé. Un tel choix ne serait pas toujours évident dépendamment de la nature des actifs et des passifs évalués.

Valeur de liquidation. Il importe d'abord de préciser que cette méthode d'évaluation n'est adéquate que lorsque la continuité d'exploitation d'une entreprise est en péril; l'obligation de liquidation de l'actif net n'étant pas présente dans le cas contraire. Ainsi, cette méthode permet de déterminer une valeur de liquidation des biens dont l'organisation veut se départir dans une période limitée de temps. Comme le précisent Johnson (2012) et Boivin (2004), une entreprise peut se trouver en situation de liquidation forcée, par exemple lors d'une faillite, ou en situation de liquidation volontaire, soit selon la volonté des propriétaires. Ainsi, la valeur obtenue en cas de liquidation forcée risque d'être moindre que celle déterminée en contexte de liquidation volontaire, notamment dû au fait qu'il serait possible d'échelonner cette dernière sur une plus longue période de temps que ce qui est permis par la loi en contexte de liquidation forcée.

2.1.4.2 Méthodes basées sur le marché

La deuxième catégorie de méthodes traditionnelles d'évaluation est celle des méthodes basées sur le marché. Ces méthodes consistent essentiellement à établir la valeur d'une organisation en analysant les informations financières disponibles sur le marché, ce que Wise (2004) considère comme n'étant pas toujours facile compte tenu de l'accès parfois limité à certaines des informations nécessaires. Selon Johnson (2012), l'hypothèse générale à la base de ces méthodes reposerait sur le fait que deux actifs largement similaires valent approximativement la même chose. En ce sens, Johnson (2012) et Cherif (2007) affirment que ces méthodes impliquent l'obtention de données pertinentes, et ce, pour une entreprise similaire à celle devant être évaluée (par exemple, une entreprise ayant la même taille, offrant les mêmes produits ou services,

et/ou étant située au même emplacement géographique). L'accessibilité à de telles données restreint potentiellement l'application de ces méthodes à l'évaluation d'entreprises cotées, pour lesquelles les informations financières sont plus facilement accessibles. Compte tenu des limites relevées, les méthodes d'évaluation basées sur le marché risquent de ne pas pouvoir s'appliquer à bon nombre d'évaluations. Dès lors, « ces méthodes [seraient] fréquemment utilisées dans le but de confronter ses résultats avec les résultats de la méthode des flux monétaires actualisés ou d'autres méthodes » (Cherif, 2007, p. 39). Malgré cela, des indicateurs basés sur le marché, tels que des comparables ou des multiples, pourraient tout de même être utiles aux fins de l'évaluation de certaines entreprises.

Méthode des comparables. Selon Albo *et al.* (2000), la méthode des comparables consiste à déterminer la valeur d'une entreprise à partir de celle d'une organisation ouverte similaire récemment évaluée, à laquelle divers ajustements peuvent être appliqués, notamment pour refléter les différences entre les situations économiques des deux sociétés concernées. À cet égard, Cherif (2007) spécifie que les ajustements les plus fréquents sont la décote d'illiquidité⁶, la décote de taille⁷ ainsi que la prime de contrôle⁸.

Méthode des multiples et des règles du pouce de l'acheteur. Albo *et al.* (2000) ainsi que Cherif (2007) précisent que la méthode des multiples consiste à appliquer un multiple déterminé à l'avance à un élément des états financiers, tel que les revenus ou les bénéfices. Johnson (2011) stipule toutefois que le fait de se fier à ces postes de résultats pourrait constituer une limite importante au réalisme des valeurs ainsi déterminées puisque ces dernières ne prendraient alors pas en considération les

⁶ Selon Cherif (2007), une décote d'illiquidité est une diminution de la valeur des titres d'une société lorsque ceux-ci pourraient être difficiles à vendre ou à acheter rapidement.

⁷ Selon Cherif (2007), une décote de taille est une diminution de la valeur des titres d'une société dont la taille est inférieure aux autres sociétés cotées auxquelles elle pourrait être comparée.

⁸ Selon Cherif (2007), une prime de contrôle est une augmentation de la valeur des titres d'une société lorsque l'acquisition de ces derniers permet l'obtention d'une participation de plus de 50 %, octroyant par le fait même le contrôle à son acquéreur.

investissements qui ne figurent pas à titre de dépenses aux résultats (tels que les investissements en immobilisations capitalisés à l'actif). Malgré ce constat, les acteurs de certains secteurs d'activité auraient fréquemment recours à la méthode des multiples pour évaluer les entreprises. Selon Cherif (2007), de tels multiples seraient habituellement déterminés à partir d'indicateurs boursiers d'entreprises comparables ou en fonction de transactions antérieures impliquant ces dernières; un multiple devant d'abord être accepté et reconnu des différents acteurs du marché, impliqués ou non dans le processus d'évaluation. La méthode des multiples semble en fait très similaire à ce que Albo *et al.* (2000) désignent comme étant des règles du pouce de l'acheteur. La principale distinction entre ces deux approches résiderait alors dans le fait que le multiple employé dans l'application de règles du pouce est uniquement déterminé par l'acquéreur, et non pas par l'ensemble des acteurs d'un même domaine. Dans ce cas, il serait uniquement possible de déterminer le montant que l'acheteur en question serait prêt à verser pour procéder à l'acquisition d'un actif ou d'une entreprise. Dès lors, les particularités de ces méthodes d'évaluation semblent limiter leur utilisation à certains cas précis pour lesquels le recours à de tels multiples permettrait de répondre aux besoins particuliers des parties prenant part au processus d'évaluation.

2.1.4.3 Méthodes basées sur l'exploitation

La dernière catégorie de techniques d'évaluation se compose des méthodes basées sur l'exploitation. Ces méthodes seraient celles les plus fréquemment employées lorsque la continuité d'exploitation de l'organisation évaluée n'est pas remise en doute puisqu'elles consistent à évaluer la « capacité de l'entreprise à générer des flux de trésorerie [...] en se tournant vers le futur. Elles présupposent donc que l'entreprise poursuivra ses activités » (Blanchette et Labelle, 1998, p. 2). Globalement, ces méthodes déterminent la valeur d'une entreprise en se basant sur les liquidités ou les profits qu'elle est en mesure de générer dans un futur plus ou moins rapproché, estimés en fonction des données financières passées figurant aux états financiers. Selon Reilly et Schweih (1999), l'hypothèse générale à la base de ces méthodes découlerait du fait

que l'utilisation actuelle d'un actif devrait générer un rendement spécifique à l'entreprise qui l'exploite et que la valeur de celui-ci serait alors égale aux avantages économiques futurs générés par son utilisation. Cependant, le recours à ces méthodes nécessite l'élaboration de nombreuses estimations quant à la performance future pouvant être générée, engendrant par le fait même un niveau non négligeable d'incertitude quant à la valeur ainsi établie. En effet, « les hypothèses utilisées détermineront directement la valeur et aucun moyen pour les rationaliser n'est offert » (Page, 1999, p. 2.9), ce qui représente un problème de taille. Malgré le risque d'incertitude associé à l'estimation des données servant au calcul, Johnson (2012) affirme tout de même que les méthodes basées sur l'exploitation résulteraient en une valeur beaucoup plus représentative de la réalité économique au sein de laquelle l'actif est utilisé, ce qui pourrait expliquer que ces méthodes soient privilégiées comparativement aux autres. En somme, deux éléments des états financiers sont à la base des méthodes basées sur l'exploitation, soit les bénéfices et les flux monétaires, que l'on peut soit capitaliser, soit actualiser.

Bénéfices caractéristiques capitalisés. Selon Johnson (2012), la détermination de la valeur d'une entreprise à partir des bénéfices caractéristiques capitalisés fut longtemps la méthode par excellence en matière d'évaluation et demeure une des plus utilisées à ce jour. Comme son nom l'indique, cette méthode consiste à capitaliser les bénéfices caractéristiques réalisés par une entreprise sur un horizon d'exploitation infinie, par le biais d'une annuité perpétuelle. Brassard (1995) définit les bénéfices caractéristiques comme étant les bénéfices présentés dans les états financiers, auxquels on additionne les dépenses inhabituelles et soustrait les revenus non liés à l'exploitation courante de l'entreprise concernée; ces ajustements devant également tenir compte des impacts fiscaux qui y sont rattachés. Puisque les bénéfices caractéristiques se veulent le reflet fidèle de la situation financière de l'entreprise évaluée, toutes dérogations aux normes comptables ou toute autre erreur aux états financiers devraient faire l'objet d'un redressement. De cette façon, les bénéfices caractéristiques découlant de l'exploitation normale de l'organisation évaluée seraient déterminés le plus fidèlement possible,

reflétant alors les bénéfices qui devraient être réalisés à chaque période d'exploitation future. Pour les fins de l'application de cette méthode d'évaluation, ces bénéfices caractéristiques sont par la suite capitalisés sur un horizon d'exploitation infini, de manière à présenter ces estimations de bénéfices futurs en dollars de chaque période d'exploitation anticipée. En résumé, la capitalisation « consiste à transformer des dollars encaissés ou déboursés aujourd'hui en dollars d'une période ultérieure » (Boivin, 2004, p. 8). Le calcul peut alors être effectué par l'entremise d'une périodicité financière, ce qui permet de ne tenir compte d'aucune limite de temps et de considérer que l'exploitation de l'entreprise se poursuivra indéfiniment. Selon Cherif (2007), les investisseurs favoriseraient ce type d'approche puisque ces derniers préféreraient investir leurs ressources dans des entreprises dont la continuité d'exploitation ne risque pas d'être compromise, ce qui permettrait alors de sécuriser la rentabilité de leurs investissements. Ce calcul consiste donc à diviser le bénéfice caractéristique par le taux de capitalisation retenu. Comme le précisent Nowicki, Lewis et Lippitt (2005), ce taux de capitalisation devrait refléter soit le rendement attendu sur le capital investi par les propriétaires ou par d'autres investisseurs potentiels, soit le coût en capital futur que devra assumer l'entreprise. Ces auteurs précisent également que les nombreuses estimations faisant partie du calcul augmenteraient considérablement l'incertitude liée à celui-ci. Le niveau élevé d'incertitude découlant de cette situation pourrait alors semer le doute quant à la fiabilité de la valeur obtenue par cette méthode. « *The one thing that is true about forecasts is that they are always wrong* » (Johnson, 2011, p. 30)⁹. Par ailleurs, ce même constat pourrait être fait à l'égard de l'ensemble des méthodes basées sur l'exploitation puisqu'elles font toutes appel aux prévisions et aux estimations diverses. Somme toute, bien que cette méthode soit l'une des plus utilisées en pratique, Johnson (2012) souligne l'importance d'y avoir recours uniquement en contexte de stabilité économique, c'est-à-dire lorsque la performance financière réalisée par une entreprise est considérée comme étant représentative du futur.

⁹ La seule chose vraie quant aux prévisions, c'est qu'elles sont toujours erronées (traduction libre).

Flux monétaires caractéristiques capitalisés. La valeur déterminée par la méthode des flux monétaires caractéristiques capitalisés est obtenue par le même calcul que celui de la méthode précédente; l'unique différence se situant dans le fait que l'évaluation est basée sur des flux monétaires plutôt que sur des bénéfices. En fait, les flux monétaires caractéristiques sont le reflet des mouvements de liquidités liés à l'exploitation courante de l'entreprise évaluée. Avec cette méthode, « un montant représentatif est toujours recherché, mais celui-ci est basé sur les recettes et les déboursés et non plus sur les produits et les charges » (Brassard, 1995, p. 16.34), comme c'est le cas pour les bénéfices caractéristiques. Selon Thomas et Schostag (2006), la technique la plus simple consisterait à partir du montant de bénéfice comptable pour ensuite y ajouter puis y soustraire différents éléments non monétaires, tels que l'amortissement des immobilisations. Boivin (2004) explique qu'un taux de capitalisation est ensuite appliqué aux flux monétaires, et ce, afin d'ajuster les dollars d'aujourd'hui en fonction de leur valeur future.

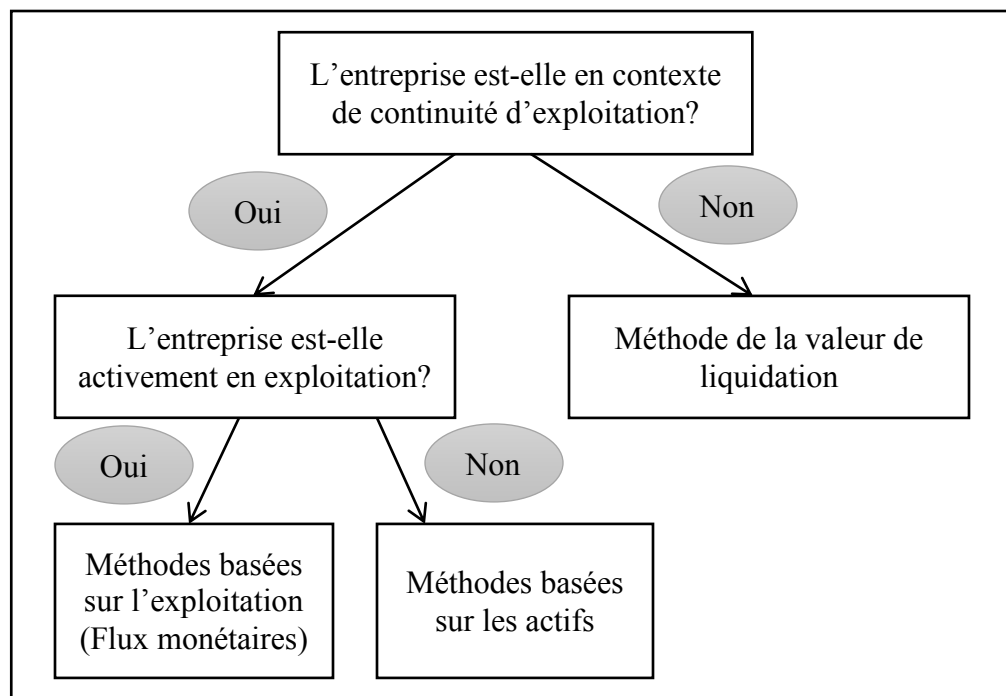
Bénéfices et flux monétaires actualisés. Dans ces méthodes, les bénéfices ou les flux monétaires sont actualisés plutôt que capitalisés; l'actualisation étant un calcul qui consiste « à ramener en dollars d'aujourd'hui des dollars qui seront encaissés ou déboursés à une période ultérieure » (Boivin, 2004, p. 8). Il s'agit donc d'établir la valeur actuelle de bénéfices ou flux monétaires futurs, en actualisant d'abord ces prévisions sur un horizon de temps connu, pour ensuite calculer une annuité perpétuelle sur un horizon infini. De plus, l'actualisation se différencie de la capitalisation par les données financières utilisées à titre de base du calcul. En effet, l'actualisation a pour base les estimations de données financières futures qui sont ensuite ramenées à leur valeur courante, soit celle à la date de l'évaluation, tandis que la capitalisation a pour fondement les données financières de l'année courante que l'évaluateur souhaite projeter sur un horizon de temps futur. Puisqu'il s'agit de techniques d'évaluation très semblables, Thomas et Schostag (2006) précisent que la méthode des flux monétaires actualisés serait celle qui permet de concevoir avec réalisme la possibilité d'encaisser des revenus futurs, en plus d'estimer le montant global de ces derniers. Toujours selon

ces auteurs, cette méthode serait celle la plus couramment employée et acceptée par les évaluateurs, les analystes financiers et les économistes.

2.1.5 Choix d'une méthode d'évaluation

Selon Johnson (2012), la méthode d'évaluation privilégiée, tant en théorie qu'en pratique, serait celle des flux monétaires actualisés puisqu'elle serait applicable à un très grand nombre de situations et de contextes d'évaluation. Toutefois, le choix n'étant pas toujours aussi simple, cet auteur présente le raisonnement quant à la méthode d'évaluation devant être retenue; raisonnement présenté dans la figure 2.1.

Figure 2.1
Détermination d'une approche d'évaluation



Johnson (2012), p. 16.

Ainsi, selon Johnson (2012), la valeur de liquidation devrait uniquement s'appliquer lorsqu'il y a prévision d'interruption dans l'exploitation de l'entreprise. En cas contraire, la valeur marchande des actifs ainsi que l'actualisation des flux monétaires

constitueraient les choix reconnus et privilégiés en pratique. De plus, de par son orientation vers le futur, la méthode des flux monétaires actualisés conviendrait à la fois aux entreprises matures et stables ainsi qu'aux jeunes entreprises dont la croissance est parfois importante, ce qui expliquerait sa popularité auprès des acteurs du domaine de l'évaluation.

Pour sa part, Reilly (2004) précise qu'il serait plutôt préférable d'éviter de s'en tenir à une seule et unique méthode puisque de nombreux avantages découlent de l'utilisation de plusieurs méthodes d'évaluation complémentaires, notamment la validation de la vraisemblance d'une valeur établie par le biais d'une autre méthode, l'établissement d'une fourchette à l'intérieur de laquelle se situe la valeur de l'entreprise, l'analyse de la sensibilité de la valeur calculée à la suite de la variation de certains éléments de calcul et, surtout, la prise en considération de divers facteurs exclus de la méthode des flux monétaires actualisés. De plus, cet auteur suggère également de ne pas hésiter à utiliser les méthodes basées sur les actifs, ne serait-ce que pour estimer la valeur plancher de l'entreprise évaluée. Pour conclure, il importe de rappeler que le choix d'une méthode d'évaluation devrait d'abord et avant tout s'effectuer en fonction des caractéristiques particulières des éléments évalués, ainsi qu'en fonction du contexte spécifique dans lequel prend naissance le processus d'évaluation.

2.2 CADRE SPÉCIFIQUE DE LA RECHERCHE

Malgré leur utilisation largement répandue, les méthodes traditionnelles d'évaluation ne semblent pas adaptées à la réalité des actifs intangibles.

[Ces méthodes] prennent en compte de façon très insuffisante les actifs intangibles spécifiques à l'entreprise (tout particulièrement son capital humain) qui pourtant représentent aujourd'hui des éléments essentiels de la concurrence stratégique que se livrent les entreprises (Caby et Hirigoyen, 2005, p. 112).

Toutefois, les évaluateurs accorderaient tout de même une attention particulière à la valeur générée par les actifs incorporels tels que le capital humain. Dès lors, il s'avère intéressant de déterminer si ce type d'actif incorporel apporte réellement de la valeur à une entreprise, notamment lorsqu'une grande partie de cette valeur peut être attribuée aux connaissances précises que détiennent les employés travaillant au sein de ces organisations.

2.2.1 Capital humain

Le capital humain semble faire d'abord et avant tout partie des actifs d'une entreprise, définis comme étant « les ressources économiques sur lesquelles l'entité exerce un contrôle par suite d'opérations ou de faits passés, et qui sont susceptibles de lui procurer des avantages économiques futurs »¹⁰ (CPA Canada, 2018, Partie II, chapitre 1000, paragr. 24). En ce sens, il semble que le capital humain respecte ces trois critères de constatation des actifs. Tout d'abord, il est possible de supposer que les employés soient sous le contrôle de l'organisation qui les emploie; contrôle exercé notamment par le biais d'un contrat d'embauche, ou tout simplement par l'existence d'une relation hiérarchique employeur-employé. Également, l'embauche des employés composant le capital humain constitue un événement passé qui risque de générer de nombreux avantages futurs, tels que les profits tirés de la vente de biens ou de la prestation de services. À cet égard, il semble donc pertinent que le capital humain soit désormais considéré comme un actif à part entière par les entreprises qui le détiennent, ce qui n'est présentement pas le cas. « *The quality of human capital assets is invisible and, in most cases, not appreciated in companies but is taken for granted* » (Zupancic, 2018, p. 54)¹¹. De plus, contrairement à de nombreux éléments d'actif, le capital humain

¹⁰ La partie I du Manuel de CPA Canada, contenant les IFRS, présente une définition semblable qui se lit comme suit : « un actif est une ressource contrôlée par l'entité du fait d'événements passés et dont des avantages économiques futurs sont attendus par l'entité » (CPA Canada, 2018, Partie I, Cadre conceptuel de l'information financière, chapitre 4, paragr. 4.4(a)).

¹¹ La qualité du capital humain est invisible et, dans la plupart des cas, sa valeur n'est pas déterminée dans une compagnie; mais est prise pour acquis (traduction libre).

évolue dans le temps, notamment par la progression des employés en matière d'apprentissage. Cette évolution aurait alors pour effet de complexifier l'établissement d'une juste valeur pour de tels actifs. En effet, une limite majeure à la comptabilisation du capital humain à titre d'actif aux états financiers résiderait toujours dans la difficulté d'en déterminer la valeur.

En somme, les actifs d'une organisation peuvent être considérés comme l'ensemble des biens et des ressources que possède cette dernière. Ces actifs peuvent alors être qualifiés de corporels ou d'incorporels; les premiers ayant une existence physique, contrairement aux deuxièmes. Bien que le capital humain soit lié aux employés dont l'existence est bel et bien physique, les connaissances auxquelles la valeur est attribuable seraient plutôt considérées comme étant intangibles et faisant alors partie des actifs incorporels.

2.2.1.1 Actifs incorporels

Un actif incorporel est un « actif non monétaire identifiable sans substance physique »¹² (CPA Canada, 2018, Partie II, chapitre 3064, paragr. 08h)). Malgré le fait que l'existence d'un actif incorporel ne soit pas perceptible par les sens, leur présence au sein des organisations n'en est pas moins significative. Blair et Wallman (2001) soutiennent d'ailleurs que les entreprises œuvrent désormais dans une nouvelle économie où la croissance et la santé financière sont fonction des actifs incorporels. Ces auteurs précisent également que les actifs incorporels seraient plutôt composés de différents facteurs contribuant à l'exploitation de l'entreprise et générant, par le fait même, des avantages économiques futurs à leur propriétaire. Parmi ces actifs se trouvent entre autres les brevets, les droits d'auteur, la recherche et développement, la propriété intellectuelle ainsi que le capital humain. Par ailleurs, dans une économie des

¹² La partie I du Manuel de CPA Canada, contenant les IFRS, présente la même définition, mais utilise plutôt l'expression « immobilisation incorporelle » pour désigner ce type d'actif (CPA Canada, 2018, Partie I, IAS 38, paragr. 8).

intangibles, Low et Kalafut (2002) affirment qu'environ un tiers de la valeur d'une entreprise reposerait sur des éléments qu'il n'est pas possible de voir et dépendrait de la richesse potentielle provenant de l'exploitation des actifs incorporels, tels que les idées et les relations entretenues au sein d'une organisation. Toutefois, ce genre d'actif semble très difficile à identifier distinctement, d'autant plus que la plupart ne figurent pas aux états financiers des entreprises qui les exploitent. Selon Upton (2001, dans Zéghal et Maaloul, 2010a), cette lacune au niveau de la divulgation d'informations financières par les entreprises s'expliquerait notamment par une incapacité à évaluer correctement les résultats attribuables à ces actifs incorporels, tels que le capital humain.

2.2.1.2 Comptabilisation et divulgation d'information

Pour qu'un actif incorporel soit comptabilisé, il doit être « probable que les avantages économiques futurs attribuables à l'actif iront à l'entité et que le coût de cet actif peut être évalué de façon fiable »¹³ (CPA Canada, 2018, Partie II, chapitre 3064, paragr. 21). De plus, « un actif incorporel doit être évalué initialement au coût »¹⁴ (CPA Canada, 2018, Partie II, chapitre 3064, paragr. 24). Ainsi, les actifs incorporels doivent être comptabilisés pour le montant réellement déboursé lors de leur acquisition. Les normes de comptabilisation laissent alors présager que les actifs incorporels développés à l'interne, tels que plusieurs formes de capital humain, ne figureront généralement pas aux états financiers puisqu'aucun coût initial d'acquisition ne peut leur être attribué. Malgré ce constat, il n'en demeure pas moins que de nombreuses dépenses, telles que les salaires et les frais de formation, sont rattachées au maintien ainsi qu'à l'expansion du capital humain. Dès lors, il pourrait être pertinent de

¹³ La partie I du Manuel de CPA Canada, contenant les IFRS, présente la même définition, mais utilise plutôt l'expression « immobilisation incorporelle » pour désigner ce type d'actif (CPA Canada, 2018, Partie I, IAS 38, paragr. 21).

¹⁴ La partie I du Manuel de CPA Canada, contenant les IFRS, présente la même définition, mais utilise plutôt l'expression « immobilisation incorporelle » pour désigner ce type d'actif (CPA Canada, 2018, Partie I, IAS 38, paragr. 24).

déterminer l'ensemble de ces frais et de les considérer à titre de coût d'acquisition de cet actif. Toutefois, les organisations ne semblent pas lier ces divers frais aux revenus que les employés permettent de générer, ce qui aurait pour conséquence de ne pas respecter le critère de comptabilisation des actifs en lien avec la notion d'obtention d'avantages futurs. Ces frais seraient alors passés à titre de charges à mesure qu'ils sont engagés, créant par le fait même une distorsion dans les états financiers, comme le souligne Lev (2001). Selon cet auteur, la différence de traitement comptable des biens physiques et financiers, capitalisés à l'actif, comparativement aux éléments incorporels générés en interne, passés en charges, amène une présentation biaisée et erronée de la réelle performance de l'entreprise. La valeur de cette dernière risquerait alors de ne pas refléter le véritable potentiel lié à son exploitation.

En ce sens, King (2007) a identifié un certain nombre d'éléments devant permettre de procéder à l'évaluation d'actifs incorporels, tels que le capital humain. Selon cet auteur, un actif incorporel que l'on tente d'évaluer devrait pouvoir être clairement identifié et faire l'objet d'une description. Cet aspect ne semble pas problématique en ce qui concerne les employés composant le capital humain d'une organisation, puisqu'il devrait être possible d'identifier les caractéristiques de la main d'œuvre qui laissent présager une création de valeur au sein d'une entreprise. De plus, King (2007) spécifie que l'actif incorporel devrait être soumis à un droit de contrôle, lequel pourrait éventuellement être transféré à une autre partie. Pour ce qui est du capital humain, il n'est pas nécessairement vrai d'affirmer qu'un individu est la propriété de l'entreprise qui l'emploie. Cependant, lorsqu'un individu fait l'objet d'une embauche, celle-ci est, la plupart du temps, régie par un contrat qui confère un certain droit de contrôle à l'employeur. Il pourrait alors être permis de croire qu'un employé est soumis à ce contrôle et que des ressources humaines pourraient faire l'objet d'un transfert d'une organisation à une autre. Ainsi, le capital humain posséderait également cette deuxième caractéristique. Toujours selon King (2007), un actif incorporel devrait avoir été créé à un moment précis dans le temps, ou du moins être le résultat d'un événement identifiable. De plus, son exploitation devrait entraîner des frais de maintenance du

moment de sa création jusqu'à la fin de sa durée de vie utile, c'est-à-dire que des investissements dans cet actif devraient être faits, sur une base relativement régulière, afin de maintenir celui-ci à un niveau optimal d'utilisation. Il semble que ce soit le cas du capital humain, puisque la valeur de ce dernier découlerait directement des connaissances détenues par les employés qui le composent et que ces connaissances seraient souvent le fruit d'une formation, académique ou professionnelle, ou d'une expérience de travail pratique qu'il est possible d'identifier dans le cheminement des employés. Ainsi, la mise à jour des connaissances nécessite habituellement des investissements dans la formation continue des employés, ce qui pourrait être considéré comme des frais de maintenance du capital humain. De plus, King (2007) précise que la propriété d'un actif incorporel devrait être sujette à un certain niveau de confidentialité et de protection légale. À titre d'exemple, les contrats visant la confidentialité du savoir-faire technique qu'acquiert un employé au sein d'une entreprise cadrerait parfaitement avec la protection d'un actif incorporel tel que le capital humain. Finalement, il devrait exister une preuve, ou une manifestation, de l'existence de l'actif en question. Bien que l'on puisse témoigner de l'existence physique d'un employé, ce terme ne serait pas toujours synonyme de capital humain. En effet, ce dernier étant davantage le fruit de l'utilisation efficace et efficiente des ressources humaines, il pourrait être plus complexe de prouver son existence. Il pourrait alors être pertinent de baser l'évaluation sur l'identification d'indicateurs de performance qui témoigneraient de la présence du capital humain dans une organisation. Dès lors, la qualité du travail réalisé par un individu constituerait le reflet des connaissances que ce dernier possède, prouvant par le fait même l'existence du capital humain et la contribution de celui-ci à la création de valeur dans une organisation.

Donc pour l'instant, aucun poste des états financiers ne fait expressément mention de la valeur du capital humain, à l'exception de l'écart d'acquisition comptabilisé lors d'un regroupement d'entreprises; le cas le plus fréquent étant l'acquisition d'une organisation par une autre. À cet effet, le Manuel de CPA Canada (2018, Partie II,

chapitre 1582)¹⁵ définit l'écart d'acquisition comme étant l'excédent du prix d'acquisition d'une entreprise sur la juste valeur comptable de l'actif net identifiable de cette dernière. Par la suite, cet excédent doit être réparti de manière à comptabiliser distinctement tous les actifs incorporels répondant à l'un des deux critères suivants : soit résulter de droits contractuels ou légaux, soit être séparable ou dissociable de l'entreprise acquise par le biais d'une transaction de vente ou de cession. Le montant résiduel de l'excédent payé lors de l'acquisition d'une entreprise sera alors comptabilisé à titre d'écart d'acquisition. Par exemple, une liste de clients ainsi qu'un procédé de fabrication étayé répondent aux critères précédents et devraient figurer distinctement aux états financiers. Toutefois, le capital humain n'est toujours pas comptabilisé distinctement de l'écart d'acquisition, et ce, malgré le fait que les acteurs présents dans la pratique semblent lui accorder une valeur de plus en plus importante lors de leur évaluation. « *It is true that the human capital is difficult to evaluate, but it should not be ignored due to measurement problems* » (Zupancic, 2018, p. 54)¹⁶. Ainsi, de cette prime versée à l'acquisition d'une entreprise, il serait possible de croire qu'une portion non négligeable pourrait être attribuable au potentiel de valeur découlant de la contribution de tels actifs incorporels au processus d'exploitation de l'entreprise acquise. Dès lors, le principal obstacle à la comptabilisation du capital humain aux états financiers pourrait être lié à l'incapacité actuelle de déterminer une valeur fiable pour ce dernier. Ainsi, pour y arriver, il pourrait s'avérer utile de préalablement définir les composantes du capital humain.

2.2.1.3 Définition du capital humain

À la base, le capital humain fait lui-même partie d'un tout désigné comme étant le capital intellectuel. Plusieurs auteurs, tels que Bose et Thomas (2007) ainsi que Daryaei, Pakdel et Damirchi (2011), définissent le capital intellectuel comme étant la

¹⁵ La partie I du Manuel de CPA Canada, contenant les IFRS, présente la même définition, mais utilise plutôt l'expression « goodwill » pour désigner cet écart (CPA Canada, 2018, Partie I, IFRS 3).

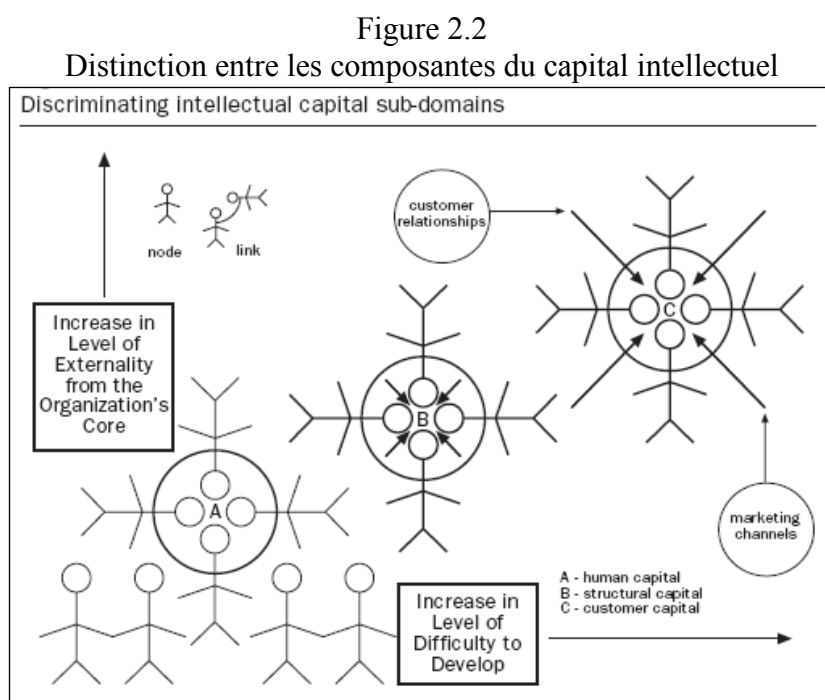
¹⁶ Il est vrai que le capital humain est difficile à évaluer, mais il ne devrait pas être ignoré dû à des problèmes de mesure (traduction libre).

capacité d'une organisation à transformer les connaissances et le savoir en avantage compétitif duquel elle retire des profits. Namasivayam et Basak (2006) précisent que le capital intellectuel peut être considéré soit comme un stock brut de connaissances que l'on souhaite mettre à profit au sein d'une organisation, soit comme un stock final de connaissances représentant le produit extrait d'un processus de transformation du savoir détenu par les individus y travaillant. Stewart (1997, dans Zéghal et Maaloul, 2010b, p. 41) réfère alors à « un stock de connaissances utiles », mettant ainsi l'accent sur le fait que le véritable actif réside non pas dans la présence, mais plutôt dans l'utilisation des connaissances par une organisation. En ce sens, Giuliani et Marasca (2011) précisent que pour être considérées comme du capital intellectuel, les connaissances doivent d'abord être utiles à l'organisation et doivent ensuite lui permettre de bénéficier d'un avantage sur ses plus proches concurrents, de manière à créer de la valeur.

Malgré cette simplicité dans sa définition, il n'en serait pas moins difficile d'identifier et d'évaluer adéquatement le capital intellectuel et ses diverses composantes. Dans une étude menée par Andreou (2006), ce dernier dénote un manque important dans la littérature au niveau des instruments de mesure permettant de déterminer la valeur du capital intellectuel. Selon cet auteur, plusieurs méthodes auraient été élaborées pour mesurer la performance des organisations du point de vue de la gestion de ce type de capital, mais aucune technique ne permettrait d'évaluer celui-ci adéquatement en termes financiers. Le véritable problème résiderait alors dans le fait que le capital intellectuel est constitué de plusieurs éléments qui doivent être évalués individuellement. Ainsi, bon nombre d'auteurs¹⁷ s'attardent désormais à mieux définir les composantes du capital intellectuel. Chang (2007), citant les travaux et les modèles

¹⁷ Notamment Andreou (2006), Bontis (1996, 1998), Bontis, Dragonetti, Jacobsen et Roos (1999), Chang (2007), Chen, Cheng et Hwang (2005), Demartini et Paoloni (2011), Giuliani et Marasca (2011), Marr (2008), Moon et Kym (2006), Naslmosavi, Ghasemi et Mehri (2011), Palacios-Marques et Garrigos-Simon (2003), ainsi que Robinson et Kleiner (1996).

développés par les précurseurs dans le domaine du capital intellectuel¹⁸, affirme que le capital intellectuel serait constitué de trois composantes principales, soit a) le capital humain, b) le capital structurel (ou organisationnel), et c) le capital relationnel (ou de clientèle). À leur tour, chaque composante pourrait être décomposée en divers éléments caractéristiques. En ce sens, le schéma de Bontis (1998), reproduit à la figure 2.2, permet de saisir les nuances existant entre chacune des composantes du capital intellectuel, tout en identifiant le lien qui unit ces trois éléments, c'est-à-dire l'individu en tant que tel.



Bontis (1998), p. 66.

Dès lors, considérant le fait que le capital intellectuel ne pourrait être évalué adéquatement que s'il était réparti entre ses diverses composantes, il semble nécessaire de définir ce à quoi elles correspondent. Premièrement, Bontis (1996) affirme que le capital humain représente l'ensemble des connaissances collectives détenues par les

¹⁸ Chang (2007) cite les travaux des auteurs suivants : Bontis (1999), Bounfour (2002), Edvinsson et Malone (1997), Ross (1997), Stewart (1999), et Sullivan (2000).

individus et utilisées dans le but de produire les meilleures solutions possibles. Pour leur part, Palacios-Marques et Garrigos-Simon (2003) définissent le capital humain comme étant le savoir-faire et les capacités générales des employés, tandis que Moon et Kym (2006) le décrivent comme étant les capacités, la satisfaction et l'endurance des employés. Quant à Pantzalis et Park (2009), ils considèrent le capital humain comme le cumul des habiletés et des connaissances permettant aux individus qui les détiennent de réaliser des tâches efficacement et d'être, par le fait même, productifs. Cette description du capital humain donne également du poids à l'affirmation de Batra (1996) qui considère les ressources humaines comme l'une des cinq ressources essentielles contribuant au succès ou à l'échec d'une entreprise. Selon Vidotto *et al.* (2017), le capital humain reposerait avant tout sur les connaissances qui seraient considérées comme l'élément clé de son développement. En somme, il serait possible de définir le capital humain comme étant l'ensemble des compétences et autres caractéristiques personnelles détenues par les employés et mises à profit au sein de l'organisation qui les emploie. De toutes les définitions recensées, trois expressions semblent utilisées par la majorité des auteurs pour définir le capital humain, soit les connaissances (*knowledge*), le savoir-faire (*know-how*) et les habiletés (*skills*). Ces éléments feraient donc partie des individus et seraient difficilement dissociables de ces derniers, ce qui pourrait complexifier leur identification ainsi que leur évaluation.

Deuxièmement, toujours selon Bontis (1996), le capital structurel serait composé des routines et autres structures organisationnelles permettant la réalisation d'un niveau optimal de performance intellectuelle. En ce sens, le capital structurel engloberait tant la culture organisationnelle que les processus et façons de faire développés et mis en œuvre par une organisation. L'ensemble de ces éléments faciliterait alors la contribution des employés à l'atteinte des objectifs visés par l'entreprise. Selon Engstrom, Westness et Westness (2003, dans Namasivayam et Basak, 2006), le capital structurel pourrait être perçu comme un entrepôt de connaissances créées par l'organisation et maintenues à l'extérieur des individus. Palacios-Marques et Garrigos-Simon (2003) ainsi que Bontis *et al.* (1999) abondent dans le même sens et

précisent qu'il s'agirait en fait de la valeur qui demeure dans l'entreprise lorsque les employés quittent le travail. Donc, contrairement au capital humain, le capital structurel ne serait pas propre aux individus en soi, mais appartiendrait plutôt à l'organisation pour qui ces derniers travaillent.

Troisièmement, Bontis (1996) décrit le capital relationnel comme faisant référence aux relations organisationnelles ainsi qu'au niveau de satisfaction que les parties impliquées pourraient en retirer. Cette troisième composante du capital intellectuel serait donc constituée des partenariats et de toutes autres relations d'affaires entretenues avec divers intervenants, tels que des fournisseurs, des compétiteurs, des associations et différents paliers de gouvernement (Bontis, 1996; Giuliani et Marasca, 2011; Moon et Kym, 2006; Palacios-Marques et Garrigos-Simon, 2003). Dès lors, lorsqu'adéquatement implanté au sein d'une organisation, le capital relationnel pourrait également être considéré comme appartenant à cette dernière.

Une fois de plus, il importe de réitérer l'importance de répartir le capital intellectuel entre ses diverses composantes de manière à être en mesure de les évaluer adéquatement. Selon Firer et Williams (2003), il serait possible d'adopter une approche par composantes permettant d'attribuer une valeur distincte à chaque composante du capital intellectuel, soit le capital humain, le capital structurel et le capital relationnel. Ainsi, la valorisation du capital intellectuel pourrait être effectuée par l'application de mesures d'évaluation propres à chacune de ces composantes. Ces auteurs soulignent toutefois qu'il existe un risque lié à la généralisation de telles mesures puisqu'elles auraient d'abord été développées en fonction des caractéristiques propres à un contexte ciblé. De plus, Stewart (1999) précise que certaines de ces composantes seraient plus complexes à évaluer que d'autres, considérant le fait que celles-ci ne laisseraient pas toujours de traces évidentes dans les états financiers. À titre d'exemple, il serait plus difficile de retracer la valeur générée par les connaissances générales des employés comparativement à celle découlant des relations maintenues avec les clients et se reflétant dans les montants qui leur sont facturés.

Cela dit, considérant que l'individu est à la base des connaissances et de leur utilisation au sein d'une organisation, il serait tout de même approprié que l'analyse porte principalement sur le capital humain, tout en y intégrant les relations que celui-ci pourrait et devrait avoir avec les autres composantes du capital intellectuel, soit le capital structurel et le capital relationnel. Tel que le soulignent Veltri et Silvestri (2011), le simple fait de détenir du capital intellectuel ne suffit pas à lui accorder de la valeur. Non seulement l'organisation doit utiliser les connaissances détenues par ses employés au profit de son exploitation, elle doit également faire interagir celles-ci avec toutes les dimensions du capital intellectuel. Et bien qu'il puisse être pratique de distinguer les valeurs attribuables à chacune de ces dimensions, Lev (2001) précise que la véritable valeur provenant d'actifs incorporels, tels que les découvertes, les structures organisationnelles et les pratiques de gestion des ressources humaines, serait plutôt générée par une combinaison et une interaction de l'ensemble de ces éléments. Ce n'est donc que cette interaction qui a de la valeur et qui « devient la source principale de création de valeur dans la nouvelle économie du savoir » (Zéghal et Maaloul, 2010*b*, p. 43).

2.2.2 Évaluation en contexte de capital investissement

Tel que mentionné dans le cadre général de la recherche, la méthode retenue pour réaliser une évaluation doit prendre en considération, d'une part, les caractéristiques particulières des éléments devant être évalués et, d'autre part, le contexte dans lequel prend naissance le processus d'évaluation. Ainsi, pour être en mesure de recenser les techniques d'évaluation utilisées en contexte d'entreprises au sein desquelles la présence du capital humain est importante, il semble nécessaire d'avoir accès à l'information pertinente et de consulter les acteurs régulièrement confrontés à ce type d'évaluation d'entreprise. Le domaine du capital investissement, incluant le capital de risque et le capital de développement, pourrait alors représenter une opportunité intéressante à cet égard puisque les gestionnaires de ce type de fonds doivent déterminer la valeur initiale de l'entreprise dans laquelle ils souhaitent investir, en plus

d'estimer le potentiel de croissance de celle-ci. Selon Boer (1999) et Cherif (2007), le capital de risque permettrait de financer les premiers stades d'une organisation ou d'une activité d'exploitation, en fournissant le capital d'amorçage (*seed capital*), le capital création (*start-up*) ainsi que le capital post-crétation (*early stage*). Le capital de risque serait donc présent dans les phases très risquées d'une entreprise, soit lorsque cette dernière n'a pas encore atteint le seuil de rentabilité, comparativement au capital de développement qui interviendrait davantage lorsque l'entreprise a atteint, voire dépassé, le seuil de rentabilité. Donc globalement, ces types d'investissement fournissent le financement nécessaire au démarrage de ces dernières et permettent la réalisation de leur plein potentiel de croissance. En ce sens, Caron (2007) ainsi que Réseau Capital (2008) précisent que de telles décisions d'investissement tiennent non seulement compte du potentiel de croissance, mais également de la composition de l'équipe de gestion, du potentiel commercial du produit ou du service, et de la stratégie envisagée selon le type de marché. Ces éléments étant notamment en lien avec la contribution du capital humain à la rentabilité d'une entreprise, il semble alors intéressant de déterminer quels sont réellement les critères pris en considération lors de l'évaluation de tels actifs incorporels en contexte de capital de risque et de capital de développement.

Mais tout d'abord, il importe d'identifier les méthodes d'évaluation d'entreprise applicables en contexte de capital investissement. Selon Cherif (2007), la valorisation des entreprises dans lesquelles les sociétés de capital de risque et de développement investissent constitue un exercice complexe, notamment de par l'absence fréquente de résultats passés pouvant soutenir l'établissement de prévisions de rentabilité future, ainsi que par le haut niveau d'incertitude quant au potentiel de réussite et de croissance de telles entreprises. Ce même auteur précise également que le caractère dynamique, tant de la phase initiale que des phases de croissance subséquentes, augmenterait les difficultés d'évaluation puisqu'il faut alors tenter d'anticiper les nombreux et rapides changements dans la structure financière ainsi que dans les taux de croissance de ce type d'organisations. Ainsi, dans le but de guider les sociétés de capital de risque et de

développement lors de l'évaluation de leurs investissements, divers principes d'évaluation ont été définis. AFIC, BVCA et EVCA (2006) présentent ces principes qui se résument aux faits suivants : a) les investissements doivent être évalués à leur juste valeur; b) l'évaluateur doit recourir à une méthode d'évaluation adaptée à la nature, aux circonstances et aux conditions de l'investissement; et c) l'évaluateur doit agir avec prudence dans la détermination de la valeur des investissements. En plus de ces principes, AFIC, BVCA et EVCA (2006) recommandent l'utilisation de certaines méthodes d'évaluation parmi les trois principales catégories reconnues d'approches, soit celles basées sur les actifs, sur le marché et sur l'exploitation, de manière à prendre en considération les particularités du contexte du capital investissement.

2.2.2.1 Méthodes d'évaluation basées sur les actifs

Selon AFIC, BVCA et EVCA (2006), le recours à la méthode de l'actif net ne serait adéquat que pour les investissements dans les entreprises déficitaires ou peu rentables, pour lesquelles il pourrait être plus avantageux de procéder à une liquidation ou à une cession des actifs plutôt que de poursuivre son exploitation. Dès lors, la méthode de l'actif net conviendrait difficilement à l'évaluation du capital humain puisque sa valeur découle principalement de son exploitation, et non pas de sa vente ou de son transfert à une tierce partie. La valeur de l'actif net ne semble donc pas représentative de la valeur globale d'entreprises fleurissantes ou en pleine croissance, pour lesquelles les investisseurs accordent davantage de valeur au capital humain lors de leur processus d'évaluation. En effet, Pellegrino et Buuck (2007) précisent que la véritable valeur de ce genre d'organisations ne résiderait pas dans les sommes investies dans cette dernière, mais bien dans les revenus futurs générés par son exploitation. C'est pourquoi, il ne semble pas approprié d'avoir recours aux méthodes basées sur les actifs pour évaluer une entreprise en contexte de capital de risque.

2.2.2.2 Méthodes d'évaluation basées sur le marché

Lorsqu'elles utilisent cette catégorie de méthodes, les sociétés de capital investissement pourraient avoir recours à la méthode du prix d'un investissement récent qui consiste à estimer la juste valeur d'un investissement à l'aide de la valeur retenue lors d'une transaction similaire effectuée récemment. Selon AFIC, BVCA et EVCA (2006), l'évaluateur devrait alors s'attarder au contexte dans lequel a eu lieu la transaction de référence afin de s'assurer qu'il s'agit du même pour l'investissement faisant l'objet de l'évaluation. Cette analyse permettrait d'identifier les éléments susceptibles d'affecter la juste valeur de l'investissement et de les inclure dans le processus d'évaluation. De plus, ces mêmes auteurs spécifient que cette méthode est particulièrement utile lors de l'évaluation d'opérations d'amorçage et d'entreprises en phase de démarrage ou actives dans les domaines technologiques et scientifiques. En effet, ce type d'entreprises nécessite de fréquentes injections de fonds de la part de ses investisseurs, ce qui fournit, par la même occasion, plusieurs transactions d'investissement sur lesquelles baser l'évaluation de l'investissement actuel.

Toujours parmi les méthodes basées sur le marché, les acteurs du domaine du capital investissement utiliseraient également la méthode des multiples des résultats pour déterminer la valeur de la société dans laquelle ils désirent investir. Comme son nom l'indique, cette méthode consiste à estimer la valeur d'une entreprise en appliquant un multiple prédéfini aux résultats de cette dernière. Ce multiple, tel que le soulignent AFIC, BVCA et EVCA (2006), devrait être adapté au type d'activités réalisées par l'entreprise, ainsi qu'au moment auquel a lieu l'évaluation. Selon ces auteurs, les multiples les plus fréquemment utilisés sont le ratio cours/bénéfice (PER), le ratio valeur de l'entreprise/résultats avant intérêts et impôts (VE/EBIT), et le ratio valeur de l'entreprise/résultats avant intérêts, impôts et amortissements (VE/EBITDA). Avant d'avoir recours à cette méthode, il faut toutefois que l'investisseur s'assure que la société évaluée possède les mêmes caractéristiques que celles ayant servi à déterminer le multiple employé. « Les sociétés concernées doivent être comparables en termes

d'activité, de marchés, de taille, de couverture géographique et de taux d'imposition » (AFIC, BVCA et EVCA, 2006, p. 19), en plus de partager des caractéristiques similaires au niveau de leur profil de risque et de leurs perspectives de croissance. Il semble que cette méthode conviendrait davantage aux investissements faits dans des entreprises dont les résultats ont pu être observés par le passé et sur lesquels il serait possible de baser les estimations de valeur, c'est-à-dire des entreprises générant des revenus réguliers à partir d'activités déjà établies. De plus, cette méthode serait principalement applicable à des contextes particuliers, soit à certains secteurs précis possédant leurs propres critères d'évaluation et pour lesquels il est possible de se baser sur des références sectorielles ou sur des cours de marché. Considérant le fait que ces méthodes s'appliquent uniquement à des situations particulières, AFIC, BVCA et EVCA (2006) précisent qu'elles ne peuvent donc être considérées comme des méthodes générales d'évaluation, limitant par le fait même leur utilisation à la validation des résultats obtenus par le biais des autres méthodes. De plus, « les investisseurs forment un groupe émotionnel qui entre sur le marché avec de l'information imparfaite et qui hausse indûment les prix » (Pellegrino et Buuck, 2007, p. 8). Il existerait donc un risque de surévaluation liée à l'utilisation de différents multiples disponibles sur le marché pour estimer la valeur d'une entreprise. Mais malgré ce fait, Boer (1999) affirme que les méthodes d'évaluation basées sur le marché permettraient d'estimer convenablement la valeur d'un investissement et seraient donc particulièrement bien adaptées au domaine du capital investissement.

2.2.2.3 Méthodes d'évaluation basées sur l'exploitation

Bien que l'actualisation des flux de trésorerie ou des résultats de l'entreprise soit l'une des méthodes les plus utilisées en contexte d'évaluation d'entreprise, AFIC, BVCA et EVCA (2006) affirment que celle-ci n'est pas la mieux adaptée au contexte particulièrement dynamique du capital investissement. En effet, l'actualisation des flux de trésorerie futurs requiert l'estimation de nombreuses hypothèses, ce qui augmenterait la sensibilité des résultats aux variations desdites hypothèses. En

présence d'incertitude, comme c'est notamment le cas en contexte de capital de risque et de développement, il appert que la valeur déterminée par le biais d'estimations quant à l'exploitation future de l'entreprise risque fort d'être différente de la véritable valeur de cet investissement. Dès lors, ces auteurs précisent que cette méthode ne devrait servir qu'à la confirmation de la valeur estimée à partir de méthodes basées sur le marché, telles que la méthode du prix d'un investissement récent et celle des multiples des résultats. En contexte de capital de risque et de développement, il serait également possible d'avoir recours à la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie de l'investissement, qui consiste, comme son nom l'indique, à actualiser les flux monétaires générés par l'investissement au profit des investisseurs. Selon AFIC, BVCA et EVCA (2006), les mêmes limites quant à l'incertitude de la matérialisation des résultats espérés s'appliqueraient également à cette méthode, qui devrait également être employée uniquement dans le but de confirmer une valeur établie par une autre méthode d'évaluation. De plus, Boer (1999) ainsi que Pellegrino et Buuck (2007) affirment que les informations financières nécessaires à la réalisation des calculs requis par ces méthodes ne seraient pas disponibles lors des phases de démarrage d'entreprises. En effet, dans ce contexte, les estimations de revenus futurs ne pourraient se baser sur des données financières historiques puisque de telles entreprises n'en sont qu'à leur début, limitant alors l'utilisation de ces méthodes en contexte de capital investissement.

2.2.2.4 Autres méthodes d'évaluation

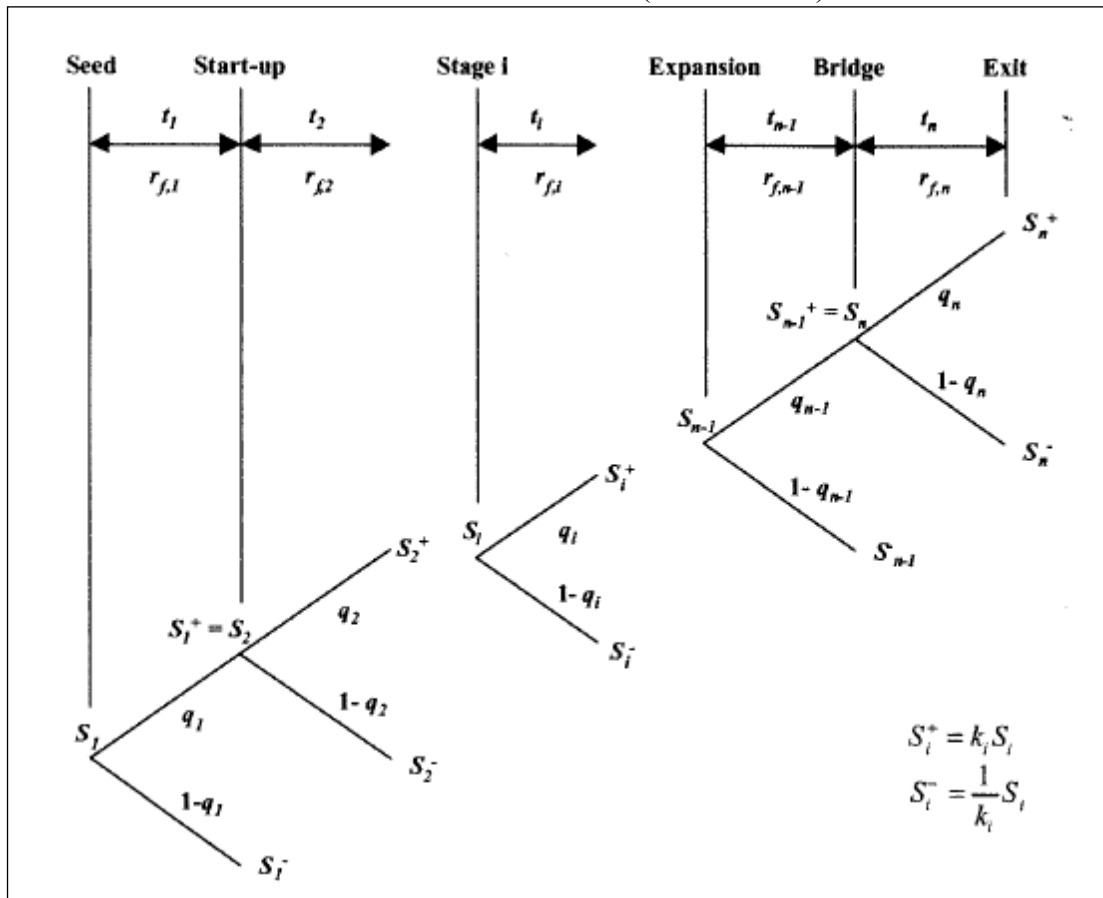
Considérant l'inadéquation des méthodes traditionnelles d'évaluation en contexte de capital de risque et de développement, d'autres méthodes, découlant principalement de celles basées sur l'exploitation, ont été élaborées dans le but de procéder à l'évaluation des entreprises dont les résultats sont empreints d'incertitude. Une de ces méthodes porte le nom de l'approche du capital de risque, tel que désignée par Pellegrino et Buuck (2007). Selon ces auteurs, cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une entreprise en estimant la valeur future de cette dernière au moment où les investisseurs

retireront leur participation. Pour ce faire, il suffirait d'établir des prévisions de flux monétaires ou de revenus pour la période suivant le démarrage de l'entreprise jusqu'à la date prévue de retrait des investisseurs. À partir des flux monétaires ou des revenus estimés à cette date de retrait, il serait alors possible de déterminer la valeur terminale de la participation en appliquant un multiple du marché aux données financières ainsi estimées. Finalement, le résultat de cette opération devrait être actualisé à la date de l'investissement initial, de manière à tenir compte de la variation de la valeur de l'argent dans le temps. Bien qu'intéressante, cette approche ne permettrait toutefois pas d'éliminer l'incertitude et la subjectivité découlant des estimations devant être faites pour réaliser ce calcul.

Pour tenir compte de cette incertitude associée aux résultats de compagnies sujettes à de fortes croissances, Koller, Goedhart et Wessels (2005) suggèrent de recourir à la méthode des scénarios, ceux-ci allant du succès jusqu'à l'échec. Une fois les valeurs déterminées pour chaque scénario, ces dernières seraient pondérées en fonction de leur probabilité de survenance, puis cumulées afin d'obtenir une valeur globale de l'entreprise. Pour sa part, Boer (1999) propose d'utiliser la méthode des flux monétaires actualisés, à laquelle il serait possible d'appliquer les techniques d'analyse de sensibilité, telles que la simulation de Monte Carlo ou l'arbre de décision. Ces techniques pourraient alors permettre de prendre en considération la variabilité des prévisions financières nécessaires au calcul des flux monétaires actualisés. Toujours selon Boer (1999), la technique de l'arbre de décision serait la mieux adaptée et permettrait d'estimer les probabilités de poursuite ou de terminaison d'un projet, et ce, pour chaque étape du processus de développement, soit le passage du stade de faisabilité d'un projet, à ceux de développement, de commercialisation, puis de succès commercial. Il s'agirait alors de procéder à l'analyse binomiale (succès ou échec) pour chaque étape de ce développement. Ainsi, Seppä et Laamanen (2001) ont développé le modèle binomial reproduit à la figure 2.3 de la page suivante, selon lequel la valeur d'un investissement (S) serait égale à la valeur probable pondérée à la fin de chaque période et actualisée à un taux sans risque. Le recours au taux sans risque serait alors

justifié par le fait que le risque devrait être pris en compte par l'entremise des valeurs pondérées de chaque option, et non pas au niveau du taux d'actualisation. Ainsi, ce modèle permettrait de déterminer la valeur et la probabilité associées à un succès (respectivement S^+ et q) ainsi que celles associées à un échec (respectivement S^- et $1-q$). Le cumul de ces deux valeurs, actualisé au taux sans risque, permettrait de déterminer la valeur initiale de chaque étape de l'évolution d'une entreprise en contexte de capital de risque.

Figure 2.3
Arbre de décision binomial (succès/échec)



Seppä et Laamanen (2001), p. 218.

À la fin de chacune de ces étapes, Sahlman (1993, dans Seppä et Laamanen, 2001) précise que l'investisseur devrait alors choisir entre trois options, soit celles de retirer son investissement, de réévaluer le projet ou d'augmenter son investissement.

Pratch (2005) précise également qu'un investisseur pourrait choisir d'augmenter son investissement même si sa participation initiale a perdu de la valeur, ce qui constitue un tour de dilution. En somme, plusieurs options et stratégies d'investissement semblent possibles en contexte de capital de risque et de développement.

2.2.2.5 *Études pratiques recensées*

Barrow, Copin, Lange, Leleux *et al.* (2001) ont mené une étude auprès de 42 sociétés de capital de risque et 40 sociétés d'introduction en bourse implantées en France, au Royaume-Uni, aux États-Unis ainsi qu'au Canada. Cette étude visait l'identification des méthodes d'évaluation couramment employées par ces deux types de sociétés. Les résultats de cette étude montrent que ces sociétés auraient d'abord recours à des méthodes basées sur le marché, soit la méthode des transactions ou compagnies comparables ainsi que celle des multiples des résultats. Dans ce dernier cas, les multiples seraient habituellement fonction des ventes, des flux monétaires ou des résultats avant intérêts, impôts et amortissements (EBITDA). L'évaluation pourrait également être réalisée en fonction de certaines règles du pouce propres au secteur dans lequel l'entreprise concernée est exploitée. De plus, cette étude précise que la méthode de l'actualisation des flux monétaires pourrait être utilisée, mais uniquement lorsqu'il ne serait pas possible de trouver un comparable raisonnable. En somme, les sociétés ayant pris part à cette étude semblent croire que la méthode basée sur des comparables serait davantage appropriée au contexte du capital de risque puisque non seulement cette méthode est reconnue par la majorité des acteurs de ce milieu, mais elle n'est pas dépendante des prévisions difficilement déterminables pour une entreprise ne possédant pas de passé, tant au niveau de ses revenus qu'au niveau de ses flux monétaires.

Une seconde étude, menée par Petersen, Plenborg et Schøler (2006), s'est également penchée sur l'utilisation des méthodes d'évaluation par les investisseurs en contexte de capital de risque et de développement. Cette étude visait l'analyse de l'évaluation des

investissements réalisés dans des entreprises privées. Les résultats de cette étude montrent que la méthode la plus utilisée par les investisseurs serait celle de l'actualisation des flux de trésorerie, à laquelle il serait pertinent d'appliquer une décote ou une prime en lien avec le niveau de liquidité et de contrôle de la participation acquise. De plus, les investisseurs utiliseraient également la méthode de l'EVA™, mais uniquement pour valider les résultats obtenus par la méthode des flux monétaires actualisés puisque les valeurs découlant de ces deux méthodes devraient être identiques ou très similaires.

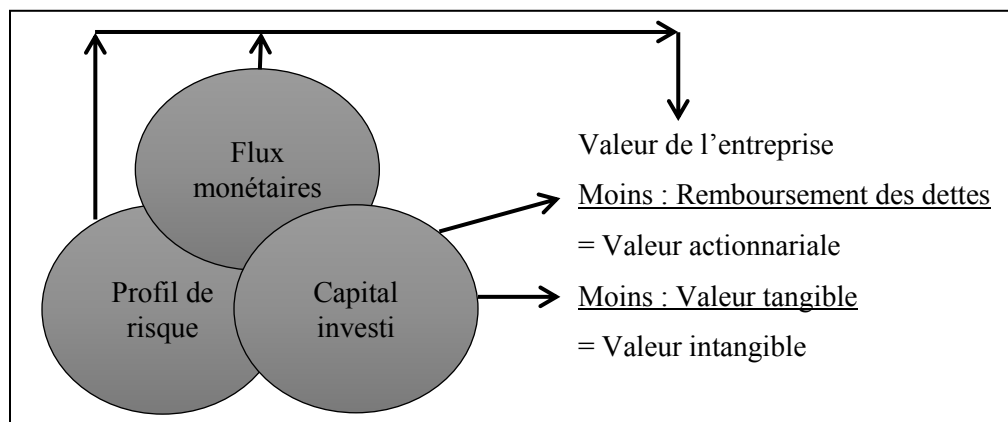
En somme, bien qu'il existe plusieurs méthodes d'évaluation reconnues en contexte de capital de risque et de développement, il semble que les méthodes privilégiées en pratique soient celles basées sur le marché, et plus précisément celle des comparables ainsi que celle des multiples des résultats. De plus, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie serait également employée, mais seulement dans un objectif de validation de la valeur déterminée par les autres méthodes.

2.2.3 Création de valeur

Comme il fut souligné précédemment, le capital humain serait une source importante de création de valeur au sein d'une économie basée sur les intangibles. Il serait donc pertinent de préciser en quoi consiste exactement ce concept. Selon de nombreux auteurs (notamment Caby et Hirigoyen, 2005; Cherif, 2007; Johnson, 2011; Page, 1999), la notion de création de valeur ferait référence au fait de maximiser la richesse des actionnaires. Pour y parvenir, il serait essentiel que les activités menées par l'entreprise résultent en un taux de rentabilité supérieur au taux de rendement exigé par les détenteurs de fonds propres, générant alors un retour sur le capital investi supérieur au coût en capital. Dans le cas contraire, soit lorsque la rentabilité des capitaux propres est inférieure au coût en capital, il y aurait destruction de valeur. À cet égard, Cherif (2007) précise qu'il serait pertinent d'analyser la valeur générée par chaque activité d'exploitation prise individuellement, afin d'être en mesure de déterminer la

contribution positive ou négative des différentes activités à la création de valeur au sein de l'entreprise dans sa globalité. Toujours selon cet auteur, il importerait également de pousser cette analyse au-delà des paramètres habituellement liés à la rentabilité d'une entreprise, puisque la croissance économique ne serait pas toujours synonyme de création de valeur. En ce sens, Page (1999) souligne que la maximisation de la richesse des actionnaires dépendrait de l'allocation des ressources qui se devrait d'être la plus efficace possible, permettant ainsi de satisfaire un maximum de besoins organisationnels au meilleur prix possible. Dans ce contexte, Johnson (2011) affirme que la création de valeur résiderait dans la capacité de l'entreprise à générer de la valeur intangible, étant elle-même liée au processus de prise de décisions et se traduisant par une augmentation des flux monétaires obtenus de l'exploitation, par une diminution du risque engendré par cette exploitation, ou par une diminution des besoins en investissements supplémentaires nécessaires à cette dernière. Les relations entre ces trois variables et la valeur intangible potentiellement créée au sein d'une entreprise sont d'ailleurs présentées à la figure 2.4.

Figure 2.4
Déterminants de la valeur actionnariale



Johnson (2011), p. 61.

Ainsi, Johnson (2011) prétend que pour créer cette valeur intangible, il faudrait d'abord s'assurer que les bénéfices, générés sous forme d'augmentation de flux monétaires, de diminution du risque ou de diminution des besoins en investissements, soient

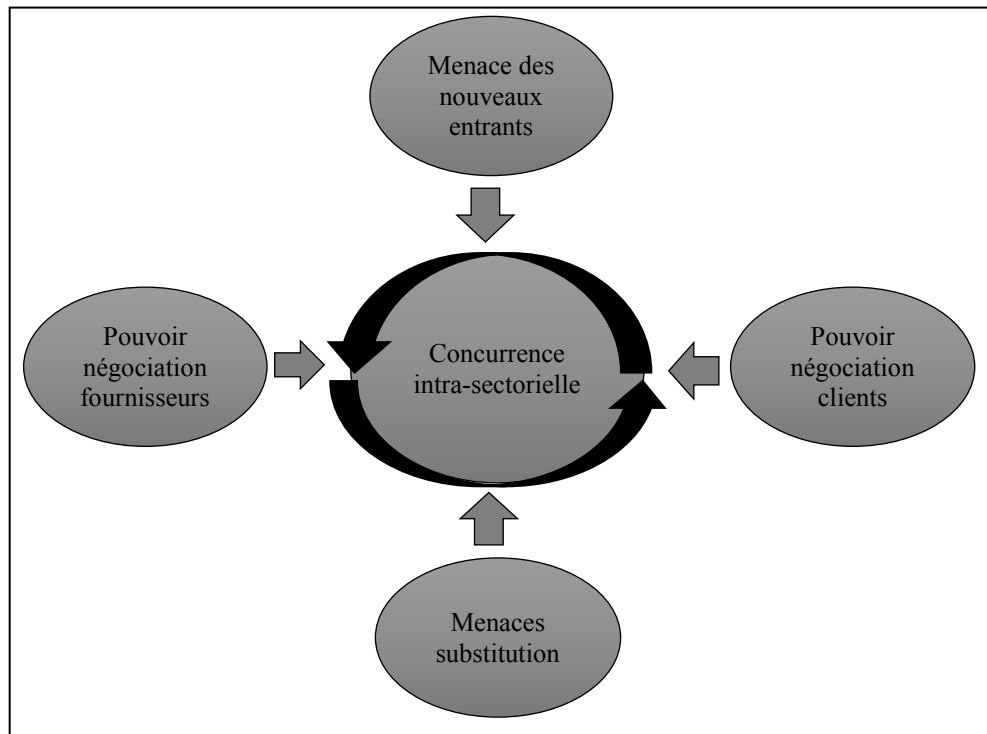
supérieurs aux coûts effectivement engagés par ce processus. L'entreprise devrait ensuite faire en sorte de conserver cette valeur intangible, notamment à l'aide de l'avantage compétitif qu'elle pourrait exploiter.

2.2.3.1 Avantage compétitif

Selon Porter (2008, 1998), acquérir ou développer, puis conserver un avantage compétitif peut être vu comme étant l'objectif stratégique prioritaire des entreprises œuvrant dans le monde économique moderne, puisque cet avantage serait en fait constitué du ou des élément(s) permettant à l'entreprise de se démarquer de la concurrence. La compétition étant au cœur du succès ou de l'échec des organisations, la détention d'un tel avantage sur ses compétiteurs déterminerait la capacité d'une entreprise à faire en sorte que ses activités puissent significativement contribuer à sa performance. Dans le but d'identifier les possibilités d'avantages compétitifs, Porter (2008) suggère d'avoir recours au modèle des cinq forces, tel que reproduit à la figure 2.5 de la page suivante.

Selon Porter (2008), les cinq forces qui modèlent un secteur d'activités seraient les suivantes : a) les menaces liées aux nouveaux entrants, soit les nouvelles entreprises qui pénètrent (ou pourraient pénétrer) le secteur, prenant ainsi possession de parts dans ce marché, b) les menaces liées aux produits et/ou services de substitution, qui pourraient alors remplacer le produit et/ou le service déjà offert par une autre entreprise, c) le pouvoir de négociation des fournisseurs, dont la part de profit conservée sera plus élevée en fonction d'un pouvoir accru (par exemple, en chargeant des coûts d'approvisionnement plus élevés), d) le pouvoir de négociation des clients, ces derniers exigeant également une plus grande part de profit lorsque leur pouvoir est grand (par exemple, en exigeant des prix d'achat de plus en plus bas), e) la concurrence intra-sectorielle, qui façonnerait l'industrie par les stratégies concurrentielles mises en œuvre par les entreprises y prenant part.

Figure 2.5
Modèle des cinq forces de Porter (2008)

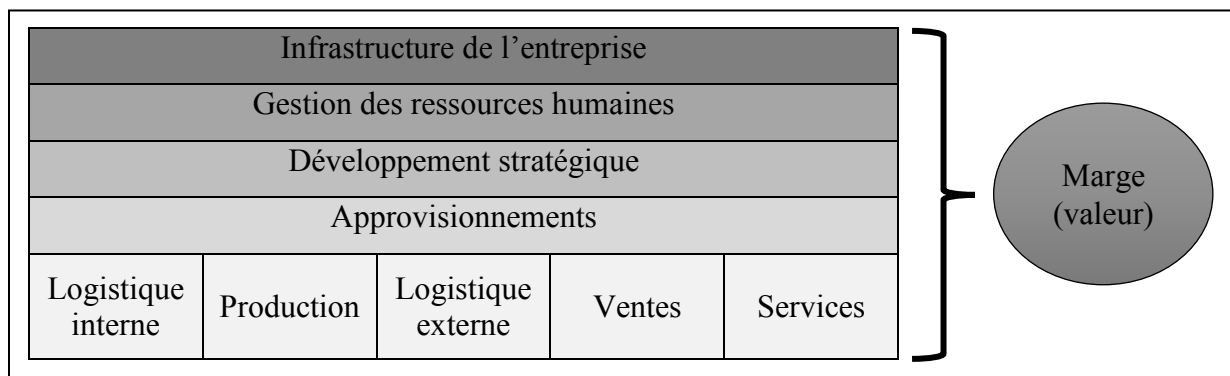


Porter (2008), p. 4.

En somme, la rivalité qui résulte de ces cinq forces définirait l'industrie et la nature de l'interaction compétitive à l'intérieure de celle-ci. En lien avec l'hypothèse de la maximisation de la richesse et de la création de valeur, le modèle de Porter (2008) suppose que lorsque les forces sont intenses, presque aucune compagnie ne recevrait de retour sur leurs investissements puisqu'il leur serait impossible de s'accaparer la valeur présentement détenue par les autres entreprises concurrentes. À l'inverse, lorsque les forces sont bénignes, plusieurs compagnies seraient profitables (rentables). Selon Cherif (2007), ces cinq forces conditionneraient la création de valeur par l'influence qu'elles exercent sur divers éléments tels que les prix, les quantités vendues, les niveaux d'investissement requis et les risques. Dès lors, la force concurrentielle la plus importante déterminerait la rentabilité d'une industrie tout en devenant la formulation de stratégie à privilégier. Partageant cet avis, Porter (2008, 1998) rappelle que le fait de comprendre les forces de la compétition et leurs causes révélerait la source de la

rentabilité actuelle d'une industrie, en plus de fournir un cadre pour prévoir et influencer la compétition au fil du temps. En ce sens, la stratégie concurrentielle devrait émerger d'une compréhension des règles de la compétition qui déterminent l'attrait d'une industrie; l'objectif ultime étant de faire face et idéalement de changer ces règles de la compétition en faveur de l'entreprise. Pour ce faire, cette stratégie devrait alors préciser l'approche poursuivie pour l'atteinte et le maintien d'un avantage compétitif durable, en plus de fournir le contexte dans lequel les actions devraient être prises dans chaque domaine fonctionnel de l'entreprise. Par ailleurs, Porter (1998) propose d'utiliser la chaîne de valeur, telle que présentée dans la figure 2.6, pour être en mesure de visualiser l'ensemble des activités génératrices de valeur.

Figure 2.6
Chaîne de valeur de Porter (1998)



Porter (1998), p. 37.

Par définition, la chaîne de valeur repose sur l'ensemble des activités de développement, de production et de commercialisation de l'entreprise, dont la finalité consiste à offrir un produit ou un service aux clients, tel que spécifié par Porter (1998). Selon cet auteur, la chaîne de valeur serait en fait constituée de toutes les activités créatrices de valeur, reliées entre elles, allant de l'extraction des matières premières destinées au secteur primaire jusqu'à la livraison du produit fabriqué à l'utilisateur du produit, soit le consommateur. Dès lors, Cherif (2007) souligne que l'objectif de la chaîne serait d'identifier l'avantage compétitif, en plus de cibler la valeur générée par

celui-ci. À cet égard, il y aurait création de valeur¹⁹ lorsque l'entreprise est capable de procurer à son tour un avantage compétitif à ses clients, en réduisant leurs coûts d'achat ou en améliorant la performance des produits et/ou des services offerts. En ce sens, Porter (2008, 1998) précise qu'il existerait deux types d'avantages concurrentiels, desquels une marge de valeur serait potentiellement transférée aux clients situés à la toute fin de la chaîne. Le premier type d'avantage consisterait à mettre en œuvre une stratégie de domination par les coûts; le leader de l'industrie étant alors l'entreprise ayant les plus bas coûts de production. Le deuxième type d'avantage reposerait plutôt sur la différenciation; l'industrie pouvant dans ce cas soutenir plusieurs leaders, dépendamment du nombre d'attributs pris en considération par les clients de cette industrie. Finalement, Porter (1998) fait remarquer que la pire situation consisterait à ne pas avoir de stratégie clairement définie.

2.2.3.2 *Création de valeur par le capital humain*

Selon Stewart (1999), il y aurait une multitude de preuves quant à la contribution du capital humain à la création de valeur en entreprise. « *Smart workers work smarter* » (Stewart, 1999, p. 85)²⁰. Mais bien que l'on semble à présent reconnaître la contribution du capital humain au processus de création de valeur, il serait également pertinent de déterminer quels sont les éléments considérés comme étant générateurs de valeur, notamment du point de vue des investisseurs. En contexte d'évaluation, en plus des méthodes basées sur des informations strictement financières, les investisseurs accorderaient une grande importance à certains éléments de nature qualitative, qu'ils tenteraient alors d'analyser et d'évaluer. Donc lorsque ces derniers détermineraient la

¹⁹ Rappelons que la notion de création de valeur réfère au concept de la maximisation de la richesse des actionnaires, découlant essentiellement de la réalisation d'activités d'exploitation dont le taux de rentabilité est supérieur au taux de rendement exigé par les détenteurs de fonds propres, générant par le fait même un retour sur le capital investi supérieur au coût en capital (Caby et Hirigoyen, 2005; Cherif, 2007; Johnson, 2011; Page, 1999).

²⁰ Des travailleurs intelligents travaillent plus intelligemment (traduction libre).

valeur d'un investissement, ils procèderaient à une analyse visant à évaluer l'impact financier découlant des facteurs suivants :

1. La compétence des dirigeants de l'entreprise, leurs antécédents et leur crédibilité dans le monde des affaires;
2. L'âge de l'entreprise;
3. La part de marché qu'elle détient;
4. Le degré de diversification de ses activités;
5. Les débouchés pour ses produits;
6. La nature et l'intensité de la compétition existante dans le secteur où opère l'entreprise;
7. L'importance des sommes investies par l'entreprise en recherche et développement par rapport à ses concurrents;
8. Les campagnes de publicité et de promotion;
9. Les facilités d'approvisionnement en matières premières;
10. L'efficacité de ses méthodes de production;
11. L'existence ou non d'un syndicat et, le cas échéant, la nature des ententes conclues avec les travailleurs; et
12. Les changements dans les lois gouvernementales (Morissette, 1999, p. 219).

Cette liste n'est toutefois pas exhaustive et plusieurs autres éléments risquent également d'influencer la détermination de la valeur d'une entreprise. Qui plus est, en matière de création de valeur, Bontis et Fitz-enz (2002, dans Namasivayam et Basak, 2006) réitèrent que la simple détention de capital humain ou la présence de tout autre facteur énuméré ci-dessus ne suffirait pas pour générer une plus-value au sein d'une entreprise. Une fois de plus, l'accent serait mis sur l'utilisation efficiente du capital humain, plutôt que sur la détention d'un tel actif. La gestion des organisations s'avèrerait donc être un élément crucial dans le processus de création de valeur par le capital humain.

De plus, les investisseurs potentiels porteraient une attention particulière à l'équipe de gestion en place, dû notamment aux risques d'agence découlant de la relation qu'ils entretiennent avec les gestionnaires de l'entreprise. Tel que l'affirment Caby et Hirigoyen (2005) ainsi que Cherif (2007), un des risques associés à la relation d'agence entre les actionnaires, tant actuels que potentiels, et les gestionnaires d'une entreprise serait celui créé par l'asymétrie d'information; cette dernière étant principalement due

au fait que les gestionnaires ont habituellement accès à une plus grande quantité d'informations stratégiques que les investisseurs. Ces derniers devraient donc encourir des coûts, dits d'agence, pour obtenir ces informations, notamment lors d'une vérification diligente des informations financières fournies dans le prospectus. Ainsi, plus les gestionnaires d'une entreprise sont chevronnés et dignes de confiance, moins les risques d'agence risquent d'être importants, d'où l'attention accordée à la qualité de l'équipe de gestion en place au sein de l'entreprise concernée.

En ce sens, la gestion des entreprises constituerait un facteur de création de valeur non négligeable au sein des organisations. Selon Boulton, Libert et Samek (2000), une entreprise tirerait sa valeur de ses actifs physiques, financiers, organisationnels, ainsi que de ceux en lien avec la clientèle et ceux rattachés aux employés et aux fournisseurs. L'analyse qualitative effectuée par un investisseur potentiel devrait donc porter sur l'évaluation de la gestion de ces actifs clés par les gestionnaires de l'organisation. De plus, plusieurs de ces catégories d'actifs découleraient directement du capital humain. En effet, les actifs en lien avec les employés feraient notamment référence aux connaissances, habiletés, compétences et expériences que possède un individu travaillant au sein d'une entreprise. Les actifs reliés à la clientèle ainsi que ceux rattachés aux fournisseurs feraient appel aux capacités des employés à créer, puis à maintenir, des relations avec ces précieux partenaires. De plus, les actifs organisationnels seraient également fonction du capital humain puisqu'ils représentent habituellement l'ensemble des structures mises en place par les gestionnaires desquelles émanent la culture organisationnelle, le leadership et la stratégie. Partageant cet avis, Durnev et Han Kim (2005) auraient identifié les composantes critiques d'une gouvernance efficace qui augmenteraient la valeur d'une entreprise aux yeux des investisseurs. Ainsi, les critères d'évaluation de la gouvernance seraient la discipline, la transparence, l'indépendance, la responsabilité, la protection ainsi que la conscience démontrées par l'équipe de gestion. Il pourrait alors être intéressant d'évaluer ces critères de manière à leur attribuer une valeur concrète, permettant par le fait même l'évaluation financière d'une partie du capital humain.

2.2.4 Évaluation financière du capital humain

Tout d'abord, comme il a été abordé précédemment, la création de valeur semble constituer un élément clé dans le processus d'évaluation du capital humain, tout comme pour les autres actifs incorporels acquis ou développés par une organisation. Giuliani et Marasca (2011) récapitulent ce processus d'évaluation et le présentent sous forme de trois étapes consécutives et complémentaires. La première étape, désignée comme étant celle de la visualisation, consisterait à identifier correctement le capital humain ainsi que tous les éléments qui le composent. La deuxième étape serait celle de la compréhension. Selon ces auteurs, cette étape cruciale permettrait notamment de saisir l'essentiel du fonctionnement du capital humain afin d'identifier la façon dont il contribue à la création de valeur dans l'entreprise. La troisième et dernière étape consisterait à appliquer une méthode d'évaluation et à déterminer la valeur de ce capital humain. « [...] *the process can be seen as a never-ending learning process that is useful in better supporting managerial processes* » (Giuliani et Marasca, 2011, p. 388)²¹. Mais au-delà de la gestion du capital humain, les méthodes permettant l'évaluation de ce type d'actif incorporel ne semblent pas clairement définies.

IC [...] has been playing an increasingly important role in creating corporate sustainable competitive advantages. However, despite the increasing recognition of IC in driving firm value and competitive advantages, an appropriate measure of firms' IC is still at a nascent stage (Purohit et Tandon, 2015, p. 8)²².

À cet égard, Zupancic (2018), Reilly (2006) ainsi que Anson et Ahya (2004) affirment que les méthodes d'évaluation développées pour de tels actifs incorporels reposent davantage sur une adaptation des méthodes traditionnelles d'évaluation, soit celles

²¹ [...] le processus peut être vu comme un processus d'apprentissage sans fin qui permet un meilleur support aux processus de gestion » (traduction libre).

²² Le capital intellectuel [...] a joué un rôle important et croissant dans la création d'avantages compétitifs durables au sein des organisations. Cependant, malgré la reconnaissance accrue du capital intellectuel dans la création de valeur au sein d'une firme et dans le développement d'avantages compétitifs, une méthode d'évaluation appropriée pour le capital intellectuel est toujours à un stade embryonnaire (traduction libre).

basées sur les coûts (ou sur le principe économique de la substitution), sur les revenus (ou sur le principe économique de l'anticipation), ainsi que sur la comparaison des ventes (ou sur le principe économique de la compétition et de l'équilibre). Ainsi, aux traditionnelles catégories de méthodes d'évaluation basées sur les actifs ou les coûts (coût historique, coût de remplacement et coût de reproduction), sur le marché (multiples et comparables) et sur l'exploitation (principalement l'actualisation des flux monétaires), Lagrost, Martin, Dubois et Quazzotti (2010) ajoutent quelques approches quantitatives basées sur les options, incluant notamment la théorie des options réelles, les simulations de Monte Carlo ainsi que la technique des arbres de décision. De plus, l'évaluation du capital humain serait également possible par l'application de certaines techniques de pointage, principalement basées sur des indicateurs et des échelles, permettant d'analyser chacune des constituantes de tels actifs incorporels. Par contre, il importe de préciser que ces techniques qualitatives ne permettent toujours pas de déterminer une valeur financière pour le capital humain.

En ce sens, l'objectif de cette analyse repose principalement sur les possibilités d'application des méthodes d'évaluation traditionnelles au processus de détermination de la valeur d'actifs incorporels tels que le capital humain. Dans cette optique, plusieurs auteurs ont été recensés, permettant de distinguer deux façons de traiter ce sujet. D'une part, plusieurs auteurs (notamment Becker, 1993; Johnson, 2012; King, 2007; Reilly, 2006, 2008; Stewart, 1999) abordent l'évaluation des actifs incorporels du point de vue de la pratique, c'est-à-dire en identifiant les méthodes traditionnelles d'évaluation pouvant être employées dans ce contexte particulier par les experts de ce domaine. D'autre part, certains auteurs (notamment Batra, 1996; Bontis *et al.*, 1999; Cherif, 2007; Lev, 2001, 2003; Milost, 2007; Pantzalis et Park, 2009) mettent plutôt l'accent sur le développement de modèles théoriques propres à l'évaluation des actifs incorporels et, plus précisément, du capital humain. Ainsi, l'analyse subséquente tente de conjuguer les aspects pratiques et théoriques en ayant pour objectif d'identifier les modèles d'évaluation potentiels visant à déterminer distinctement la valeur du capital humain.

2.2.4.1 Méthodes d'évaluation basées sur les actifs

Les méthodes d'évaluation basées sur les actifs ou sur le coût « valorisent les entreprises sur la base de leurs actifs (nets des passifs) comptables corrigés » (Pluchart, 2005, p. 9). Ainsi, la détermination de la valeur d'un actif par une de ces méthodes serait fonction des coûts engagés pour l'obtention, la conservation, ou encore le remplacement dudit actif. Selon Lev (2001), il serait possible de cumuler ces coûts et de les présenter à titre d'actif incorporel, surtout lorsque l'expérience passée de l'entreprise témoigne du fait que de telles dépenses permettent habituellement de lui procurer des avantages économiques futurs. Becker (1993) abonde dans le même sens en spécifiant que l'ensemble des frais liés directement ou indirectement à l'embauche et à la formation des employés devraient être considérés comme des investissements puisqu'ils devraient normalement permettre d'augmenter le niveau de production de la main d'œuvre, augmentant par le fait même la profitabilité découlant de l'exploitation de l'entreprise qui les emploie.

À prime abord, ces méthodes semblent simples à appliquer notamment dû au fait qu'elles tiennent compte, plus souvent qu'autrement, de coûts passés. Selon Johnson (2012), l'application de ces méthodes ne serait pas aussi simple puisqu'elles supposent que les entreprises conservent toutes les traces des coûts engagés, directement et indirectement, dans le but de constituer et de maintenir une main d'œuvre performante, ce qui ne serait pas toujours fait par ces dernières. De plus, cette situation pourrait être problématique lorsque vient le temps d'estimer la valeur d'un actif généré à l'interne qui n'a pas fait l'objet d'une acquisition initiale pour un montant déterminé, ce qui est notamment le cas du capital humain. Cette constatation pourrait expliquer le fait que les acteurs économiques auraient moins tendance à recourir à ces méthodes pour l'évaluation d'éléments d'actifs incorporels. Cependant, Reilly (2008) affirme que le fait de ne pas avoir recours aux modes d'évaluation basés sur les coûts lors de l'estimation de la valeur d'actifs incorporels constitue une erreur importante, ne serait-ce que pour valider la valeur obtenue par le biais d'autres méthodes. Ainsi,

malgré le fait que l'acquisition du capital humain ne soit pas toujours en lien avec un déboursé initial, il semble exister plusieurs coûts engagés pour embaucher et même former les employés qui composent le capital humain, permettant de baser l'évaluation sur ces coûts passés, tel que soutenu par Scheig (2006). Stewart (1999) précise d'ailleurs que les salaires versés aux employés ont longtemps été considérés comme le coût directement lié à l'utilisation de la main d'œuvre, tandis que le coût réel d'un emploi irait bien au-delà de la rémunération en tant que telle. En ce sens, plusieurs auteurs affirment qu'il existe un lien important entre les coûts engagés pour le développement des ressources humaines et la rentabilité future des entreprises qui réalisent ces dépenses. C'est notamment le cas de Schultz (1961), un pionnier dans le domaine du capital humain, qui s'est penché sur les questions suivantes : « Qu'est-ce qu'un investissement humain? Peut-on les distinguer des dépenses de consommation courantes? Est-ce faisable de les identifier et de les mesurer? Dans quelle mesure ces dépenses contribuent-elles aux revenus? » (Schultz, 1961, p. 7). Selon cet auteur, les coûts engagés pour l'éducation, la formation et le bien-être des employés devraient être considérés comme des investissements dans le savoir et les connaissances, et non pas comme des dépenses.

Par contre, King (2007) apporte une nuance importante en affirmant que le coût n'est pas toujours synonyme de valeur. Ainsi, bien que ces méthodes soient fréquemment employées en pratique pour déterminer un point de référence ou une valeur de validation, la valeur actuelle d'un actif incorporel ne pourrait être uniquement déterminée par l'ensemble des frais engagés pour son développement et sa mise à niveau, tel que relevé par Stewart (1999). À cet égard, Batra (1996) affirme que les investissements faits dans les ressources humaines ne seraient pas toujours synonymes d'obtention d'avantages économiques futurs. Pellegrino et Buuck (2007) précisent également que la véritable valeur d'un actif ne résiderait pas dans les sommes investies dans celui-ci, mais bien dans les revenus futurs générés par son exploitation. En ce sens, il semble que l'accent devrait être mis sur l'utilisation qu'une entreprise fait de son capital humain, plutôt que sur les coûts engagés pour former et acquérir ce dernier,

semant alors le doute quant à la pertinence de déterminer la valeur d'un tel élément par le simple fait de capitaliser ces dépenses à l'actif. Partageant cet avis, Stewart (1999), Ouziel (2004) ainsi que Pantzalis et Park (2009) soulèvent également un doute quant à la corrélation potentielle entre les dépenses engagées, telles que les salaires versés aux employés, et la contribution réelle du capital humain à la rentabilité de l'organisation qui l'emploie.

Malgré ce doute, Robinson et Kleiner (1996) considèrent que les coûts de formation déboursés par une entreprise devraient être considérés comme un indicateur d'investissement qui permettrait de s'assurer que l'entreprise fait un effort pour créer et maintenir le capital intellectuel. Par conséquent, que l'on développe le capital humain à l'interne, ou que l'on acquiert une entreprise dans laquelle de telles ressources sont déjà bien implantées, il existerait toujours des coûts sur lesquels il serait possible de baser le processus de détermination de la valeur. Dès lors, plusieurs techniques de calcul basées sur les coûts ont été développées, ce qui a entraîné l'élaboration de définitions pour chaque type de coûts pouvant servir à la réalisation de ces calculs.

Coûts de reproduction. Selon Reilly (2006), les coûts de reproduction du capital humain sont constitués des frais à déboursier pour obtenir une réplique exacte de la main d'œuvre actuellement à l'emploi d'une entreprise. Ainsi, la reproduction d'un capital humain, ou d'une propriété intellectuelle, impliquerait qu'une organisation procède à l'embauche du même nombre de personnes que celles actuellement à l'emploi de celle-ci. Ces employés devraient également détenir exactement les mêmes caractéristiques au niveau de l'éducation, de la formation et de l'expérience pratique. Pour déterminer ces coûts de reproduction, il faudrait donc cumuler tous les frais engagés depuis l'embauche des employés constituant le capital humain jusqu'au moment prévu de l'évaluation, en prenant soin d'ajuster ces frais passés pour tenir compte de la variation de la valeur de l'argent dans le temps. Ces frais seraient alors composés des coûts liés au recrutement, à l'embauche ainsi qu'à la formation de ces employés. Bien que cette méthode de détermination des coûts puisse sembler facile à

appliquer, Reilly (2006) précise que les entreprises désirant réaliser ce type de calcul devraient préalablement avoir gardé la trace de toutes les dépenses engagées depuis l'embauche des employés, ce qui pourrait représenter plusieurs années dans certains cas. La pertinence des coûts auxquels l'évaluateur se réfère pourrait alors être remise en doute, surtout lorsqu'une longue période sépare le moment de l'embauche et celui de l'évaluation. Dans ce cas, les dépenses engagées à l'époque risqueraient de ne plus être adaptées au contexte actuel de l'entreprise. De plus, les coûts liés à l'embauche et à la formation des employés ne semblent pas prendre en considération les frais encourus pour mettre en place les structures nécessaires au transfert des connaissances ainsi qu'à l'épanouissement de la main d'œuvre, autrement que par la formation. Advenant le départ d'un employé, de telles structures devraient permettre de conserver une partie de la valeur attribuable au capital humain au sein de l'entreprise. Dans le cas contraire, le capital humain risquerait de subir une perte de valeur associée notamment à la diminution de la qualité des interactions liant les employés. Il semble alors pertinent d'inclure ces frais dans le coût total associé à la reproduction du capital humain, ce que la méthode actuelle ne semble pas faire. Il s'agirait donc de limites non négligeables quant au recours à la méthode des coûts de reproduction lors de la détermination de la valeur actuelle du capital humain.

Coûts de remplacement. Tel que le précise Reilly (2006), la méthode des coûts de remplacement prend en considération les frais que devrait déboursier une organisation pour remplacer son capital humain, plutôt que pour le reproduire intégralement. La différence avec la méthode précédente se situe au niveau du fait de remplacer la main d'œuvre, plutôt que de la reproduire intégralement. Dans ce cas, le capital humain obtenu à la suite du remplacement ne détiendrait pas nécessairement les mêmes caractéristiques que le précédent. Par exemple, compte tenu de la tâche devant être réalisée par la main d'œuvre actuelle, il serait possible qu'un seul employé ayant une formation académique plus récente soit en mesure de remplacer trois employés présentement en place. Les coûts rattachés au processus de remplacement seraient alors différents, notamment en termes de salaires et de frais de formation. En fait,

Reilly (2006) ainsi que Olsen, Halliwell et Gray (2007) ont identifié trois éléments susceptibles d'entraîner des variations dans les coûts de remplacement de la main d'œuvre. Premièrement, les coûts de remplacement devraient prendre en considération ce que Reilly (2006) désigne comme étant une dépréciation physique. Bien qu'il soit quelque peu inusité de parler de dépréciation physique dans le cas d'un actif incorporel tel que le capital humain, celle-ci risquerait de survenir lorsqu'une entreprise remplace des employés ayant atteint un haut niveau d'ancienneté par de nouveaux arrivants sur le marché du travail. Une telle transaction résulterait alors en une rémunération moins élevée pour des recrues pouvant exécuter exactement le même travail que les employés actuels. La valeur estimée de la main d'œuvre pourrait donc être ajustée pour tenir compte de ce fait. Deuxièmement, Reilly (2006) mentionne l'obsolescence fonctionnelle à laquelle la main d'œuvre pourrait être contrainte, ce qui aurait également un impact sur le calcul de son coût de remplacement. À titre d'exemple, il peut être impossible pour une organisation de diminuer le nombre d'employés dû à une clause négociée dans une convention collective, et ce, même si les employés remplaçants sont plus performants. Ainsi, la valeur du capital humain estimée par les coûts de remplacement risquerait d'inclure un montant lié à cette obsolescence et devrait donc être ajustée, une fois de plus. Troisièmement, Reilly (2006) affirme qu'il faut être prudent face à une obsolescence économique découlant d'événements ou de conditions externes à l'entreprise qui pourraient modifier les besoins en main d'œuvre de cette dernière. Il serait même possible que le remplacement du capital humain coûte plus cher que les retombées économiques auxquelles pourrait s'attendre une organisation par suite de l'amélioration du niveau de sa main d'œuvre. Puisqu'il ne semble pas possible de contrôler la totalité de ces situations externes à l'entreprise, il serait à tout le moins essentiel d'en considérer les impacts lors de la détermination de la valeur du capital humain. La valeur totale du capital humain serait estimée par la somme des coûts de remplacement, de laquelle il faudrait déduire les impacts financiers d'une dépréciation physique et d'une obsolescence aux niveaux fonctionnel et économique.

Coûts évités. Olsen *et al.* (2007) affirment que la valeur d'un actif pourrait être estimée en totalisant les coûts évités par l'acquisition d'un actif pleinement fonctionnel, comparativement aux frais à engager pour la construction ou l'assemblage de cet actif. Reilly (2006) précise également que ces coûts évités peuvent être de nature historique ou prospective, dépendamment des objectifs poursuivis par l'évaluateur. En pratique, il s'agirait d'une technique de calcul fortement utilisée dans le domaine des technologies, tel que mentionné par Olsen *et al.* (2007).

2.2.4.2 Méthodes d'évaluation basées sur le marché

Selon Pluchart (2005), les méthodes d'évaluation basées sur le marché déterminent la valeur d'un actif par l'analyse de diverses informations financières disponibles sur le marché, telles que les ratios financiers ou les données issues de transactions récemment effectuées pour des actifs similaires. Reilly (2006) remarque toutefois que ces modes d'évaluation sont très peu utilisés en contexte d'évaluation d'actifs incorporels dû au fait qu'il existe peu de transactions comparables, surtout en ce qui a trait au capital humain. Bien que de telles transactions ne soient pas fréquentes, certains perçoivent un essor dans le marché du capital humain et croient que les transactions d'acquisition et d'échange de ressources humaines seront de plus en plus nombreuses. Selon Welpe, Lutz et Barthel (2007), il semblerait que de plus en plus de transactions impliquant le capital humain soient effectuées, ce qui permettrait de développer une banque de transactions comparables pour l'application des méthodes d'évaluation basées sur le marché. Toutefois, ce marché en étant à ces premiers développements, le recours aux comparables, aux ratios financiers prévalant dans un secteur, ou à toutes autres règles du pouce, semble pour l'instant inapproprié. D'ailleurs, Reilly (2008) précise que de telles méthodes ne pourraient être adéquates lors de l'évaluation de capital humain tel que la propriété intellectuelle. Selon cet auteur, ces méthodes ne seraient alors qu'une technique de vérification du caractère raisonnable d'une valeur établie par une des autres méthodes précédemment définies.

Cependant, tous les auteurs ne semblent pas partager le même avis. Selon Olsen *et al.* (2007), les méthodes basées sur le marché seraient typiquement employées lors de l'évaluation d'actifs incorporels reliés au marketing, tels que les relations-clients. Mais considérant le fait que la nature de ces actifs varie d'une organisation à une autre, l'application de ces méthodes d'évaluation nécessiterait certains ajustements, sous forme de primes ou d'escomptes, permettant alors de tenir compte de ces diverses différences. Selon Shaikh (2004), une autre pratique couramment utilisée consisterait à estimer la valeur du capital humain à partir de la valeur d'une entreprise sur le marché (notamment en fonction de sa capitalisation boursière), de laquelle on devrait soustraire la valeur aux livres de l'actif net ou des capitaux propres. Bien que cette technique d'évaluation puisse sembler attrayante, entre autre par sa simplicité d'application, plusieurs questionnements sont soulevés quant à l'exactitude de la valeur ainsi déterminée pour le capital humain. Selon Stewart (1999), il s'agirait en fait de la pire méthode d'évaluation du capital intellectuel et de ses composantes. À ce titre, Ramanauskaite et Rudzioniene (2013) critiquent le recours à cette méthode puisqu'ils considèrent que l'écart entre la valeur marchande et la valeur aux livres d'une entreprise ne serait pas toujours uniquement attribuable au capital humain. En effet, cet écart pourrait résulter du fait qu'un actif (autre que le capital humain) ne soit pas reflété aux états financiers, que les normes comptables et autres réglementations divergent d'un pays à l'autre ou tout simplement que l'entreprise ait réalisé une croissance globale de son exploitation ou de son marché.

Dès lors, il semble que plusieurs problèmes persistent quant à l'utilisation des méthodes basées sur le marché lors de l'évaluation du capital humain. En ce sens, Pellegrino (2008) soulève deux problèmes majeurs découlant du recours à de telles méthodes. Le premier problème résiderait dans le fait qu'une valeur déterminée par les acteurs sur le marché risque d'être empreinte d'un très haut niveau de subjectivité. En effet, les valeurs marchandes de transactions comparables sont habituellement le fruit de négociations entre un acheteur et un vendeur. Dépendamment de ces négociations ainsi que des informations détenues par chacune de ces parties, la valeur négociée sur

le marché risquerait alors d'être différente, à plus ou moins grande échelle, de la véritable valeur de l'actif en question. Ainsi, le fait de se fier à de telles valeurs pour déterminer celle d'un actif comparable résulterait en une évaluation biaisée et subjective. Le deuxième problème relevé par Pellegrino (2008) touche l'accès aux informations sur le marché. Selon cet auteur, les données comparables actuellement accessibles le seraient uniquement pour des transactions ayant été conclues avec succès. Dès lors, les informations rattachées à des transactions ayant échoué ou avorté ne seraient pas répertoriées et, par conséquent, ne pourraient faire l'objet d'une consultation permettant d'établir la valeur d'un autre actif comparable. L'évaluateur serait donc privé de précieuses informations financières pouvant modifier considérablement son évaluation. De plus, Johnson (2012) précise que même lorsque les informations en lien avec des transactions d'acquisition comparables seraient disponibles, de telles transactions impliqueraient habituellement plusieurs actifs, complexifiant alors la séparation de la valeur des actifs intangibles de la valeur globale des autres éléments d'actif. En raison de ces aspects importants, les modes d'évaluation basés sur le marché semblent difficilement applicables lors de la détermination de la valeur d'actifs incorporels tels que le capital humain.

2.2.4.3 Méthodes d'évaluation basées sur l'exploitation

Selon King (2007), les méthodes d'évaluation basées sur l'exploitation ont pour principe premier que la valeur d'un actif est déterminée à partir des revenus économiques futurs attribuables à celui-ci. Ainsi, pour évaluer un actif en fonction de ces méthodes, deux éléments devraient être préalablement déterminés, soit le montant estimé des revenus futurs et la période sur laquelle l'organisation prévoit en bénéficier. Grâce à ces informations, l'estimation totale des revenus futurs pourrait ensuite être transformée en dollars d'aujourd'hui afin de tenir compte de la variation de la valeur de l'argent dans le temps. Comme il a été traité précédemment, deux techniques seraient alors envisageables, soit celle de la capitalisation des revenus et celle de l'actualisation de ceux-ci. Le choix d'une technique dépendra de la base retenue pour

estimer les revenus futurs. En fait, lorsque l'estimation se base sur les résultats passés et présents, il est pertinent d'avoir recours à la capitalisation qui permet de transformer des dollars actuels en dollars d'une période ultérieure. Lorsqu'on procède plutôt à l'établissement de prévisions de revenus futurs, celles-ci doivent alors être ramenées en dollars d'aujourd'hui par le biais de l'actualisation.

L'avis quant à l'utilisation des modes d'évaluation basés sur l'exploitation semble plutôt partagé; certains auteurs avançant que la valeur d'actifs incorporels peut être déterminée en ayant recours à ces méthodes, et d'autres rejetant catégoriquement leur utilité dans ce contexte particulier. Reilly (2006) précise toutefois que pour être en mesure d'appliquer ces méthodes d'évaluation, il faudrait d'abord s'assurer que l'actif en question fournira des retombées économiques à l'organisation qui le détient et qu'il sera possible de les estimer. Selon Barber et Manger (1997), il s'agirait en fait d'une tâche très difficile à réaliser pour des actifs incorporels tels que le capital humain, puisqu'il n'y aurait souvent pas d'historique de rentabilité pour ce genre d'actif basé sur les connaissances. De plus, il pourrait s'avérer difficile d'estimer le revenu économique généré par chaque employé au sein d'une entreprise, tel que le soulignent Reilly et Schweih (1999). Ainsi, considérant que le capital humain soit dépendant des individus qui détiennent le savoir, l'estimation des retombées futures découlant de l'utilisation de celui-ci demeurerait extrêmement difficile à réaliser. Selon Reilly (2006), les entreprises de services seraient mieux adaptées à l'utilisation de telles méthodes d'évaluation que les entreprises manufacturières puisqu'elles comptabilisent fréquemment leurs revenus en fonction des employés ayant réellement réalisé les ventes. L'attribution des revenus aux vendeurs qui les ont générés en serait alors facilitée. Par conséquent, la valeur des employés pourrait être estimée par la somme des avantages récoltés par l'ensemble de la main d'œuvre ou par chaque employé pris individuellement. Pour les mêmes raisons, ce type de calcul serait vraisemblablement plus difficile à appliquer aux employés d'une entreprise manufacturière dans laquelle tous les individus contribuent au processus de fabrication à la source des revenus encaissés par l'organisation. Il en serait de même pour les

dirigeants, les propriétaires et les entrepreneurs-créateurs d'une entreprise. Dans tous ces cas, l'attribution d'un revenu à un seul employé risquerait d'être arbitraire et, par le fait même, inadéquate. Dès lors, il semble que le contexte entourant l'évaluation aurait une fois de plus un impact considérable sur la décision de recourir ou non aux méthodes d'évaluation basées sur l'exploitation.

Flux monétaires actualisés. Malgré ce constat, McInnis (2007) et Thaker (2001) affirment que la méthode d'évaluation généralement retenue pour l'évaluation des actifs incorporels serait celle des flux monétaires actualisés, dont l'objectif consiste à isoler l'excédent de revenus générés par l'actif évalué, et ce, sur une période donnée. Selon Smith et Smith (2005), il serait alors possible de déterminer la valeur du capital humain en déterminant d'abord la valeur globale de l'entreprise par le biais de l'actualisation de ses flux monétaires, pour ensuite soustraire la valeur de l'actif net tangible identifiable. « *This difference constitutes an intangible asset that can be thought of as arising from the special skill, experience, knowledge and dedication of the owner or key employees [...]* » (Smith et Smith, 2005, p. 18)²³. Toutefois, la problématique liée au capital humain semble toujours présente puisqu'il risque d'être difficile d'isoler les flux monétaires propres à ce type d'actif. De plus, Johnson (2012) souligne le fait que plusieurs autres facteurs explicatifs pourraient avoir un impact considérable sur les avantages économiques découlant de l'exploitation d'un actif, ce qui pourrait en quelque sorte fausser les estimations faites à cet égard. Pour remédier à cette situation, cet auteur précise qu'il faudrait alors être en mesure de prévoir les fluctuations de flux de trésorerie potentielles liées, notamment, aux cycles économiques modifiant les conditions et l'industrie, ainsi que celles découlant de la capacité réelle de l'actif à maintenir son avantage économique sur la période envisagée des estimations établies.

²³ Cette différence constitue un actif intangible qui peut être vu comme étant attribuable aux compétences spéciales, aux expériences, au savoir et au dévouement du propriétaire ou des employés clés [...] (traduction libre).

Dans le même ordre d'idées, Schumann (2006) affirme que la méthode des flux monétaires actualisés ne conviendrait pas à l'évaluation de la majorité des actifs incorporels. Selon cet auteur, la valeur de la propriété intellectuelle découlant du capital humain ne pourrait être estimée par l'entremise de cette méthode, notamment dû au haut niveau d'incertitude découlant de l'estimation des flux monétaires rattachés à l'exploitation de cet actif. Donc bien que le capital humain figure parmi les actifs incorporels ayant un certain potentiel de réalisation de flux monétaires futurs, leur matérialisation ne pourrait être assurée, ni validée par un historique de rendements passés, contrairement à plusieurs autres types d'actifs. Schumann (2006) propose alors quatre méthodes d'évaluation qui se veulent complémentaires à celle des flux monétaires actualisés et dont le but consiste à réduire l'incertitude quant à l'estimation de ces derniers. La première méthode, connue sous l'appellation de *First Chicago Method*, stipule que l'évaluateur devrait tenir compte d'un minimum de trois scénarios lors de l'estimation des flux monétaires futurs liés à un projet ou à l'exploitation d'un actif, soit ceux de succès, de survie et d'échec. Les flux monétaires ainsi déterminés seraient par la suite pondérés en fonction de leur probabilité d'occurrence respective. Cette opération permettrait d'obtenir une seule estimation des flux monétaires qui se voudrait le reflet de plusieurs situations susceptibles de survenir. L'incertitude entourant l'estimation des flux monétaires serait prise en compte et les risques de sur ou de sous-évaluation de ces derniers pourraient être considérablement réduits par la même occasion. La deuxième méthode est celle des flux monétaires attendus, que Schumann (2006) définit comme étant l'établissement de prévisions de flux monétaires sur des horizons de temps différents (par exemple 5, 10 et 15 ans), auxquels un pourcentage de probabilité de réalisation est ensuite attribué. Cette méthode, comme la précédente, permettrait également de prendre en considération les risques découlant de l'incertitude liée aux estimations requises pour effectuer le calcul. La troisième méthode proposée par Schumann (2006) porte le nom de la méthode des probabilités de flux monétaires. Bien que cette méthode se base également sur les flux monétaires pour estimer la valeur d'un actif ou d'un projet, elle diffère passablement des deux premières méthodes. En effet, les deux méthodes précédentes tiennent compte du

niveau de risque associé à l'exploitation d'un actif ou à la réalisation d'un projet en incluant une prime à même le taux d'actualisation employé dans le calcul. La méthode des probabilités de flux monétaires suggère plutôt d'avoir recours à diverses estimations de flux monétaires pour tenir compte de chaque niveau de risque encouru. Il y aurait donc autant d'estimations de flux monétaires qu'il y aurait de sortes de risques rattachés à leur obtention, auxquelles un pourcentage de probabilité de réalisation serait par la suite associé, permettant une fois de plus de tenir compte de l'incertitude liée aux estimations préalablement utilisées dans le calcul. La somme de ces prévisions serait alors actualisée en fonction d'un taux sans risque, puisque tous les risques sont déjà inclus dans les estimations précédemment établies. Puis finalement, Schumann (2006) aborde la simulation de Monte Carlo, avec laquelle il serait possible d'analyser une multitude de scénarios prenant aléatoirement en considération plusieurs variables telles que les risques encourus et les probabilités de matérialisation des entrées et sorties de fonds envisagées. Une fois regroupés, les divers scénarios offriraient une multitude de solutions, permettant notamment l'estimation de la valeur liée à l'exploitation d'un actif ou à la réalisation d'un projet.

Théorie des options réelles. Comme il est mentionné précédemment, l'évaluation semble être un processus relativement statique qui détermine une valeur pertinente à une date précise. « *The conventional valuation does not capture the flexibility of the managerial actions that can be performed in order to influence the dynamics of the firm value* » (Baldi, 2005, p. 67)²⁴. Les modes d'évaluation basés sur l'exploitation, tels que les flux monétaires actualisés, n'échapperaient donc pas à cette réalité. Ce constat est d'autant plus soutenu lorsqu'il s'agit d'organisations émergentes. En effet, « dans un environnement incertain et aux changements rapides, les méthodes traditionnelles ne capturent pas la valeur économique des investissements dans les entreprises de croissance et aboutissent à des évaluations biaisées » (Cherif, 2007, p. 151). Dès lors, certains auteurs tenteraient de modifier ces méthodes d'évaluation

²⁴ L'évaluation traditionnelle ne capture pas la flexibilité des actions managériales pouvant être prises de manière à influencer la valeur d'une entreprise (traduction libre).

afin qu'elles prennent en considération l'environnement dynamique dans lequel évoluent les organisations, permettant alors l'émergence de nouvelles méthodes, telles que la théorie des options réelles. Celle-ci a pour source les techniques standards d'évaluation des options en contextes boursier et financier. Qin (2007) précise d'ailleurs que le fonctionnement de ce mode d'évaluation découle principalement des travaux de Black et Scholes (1973, dans Qin, 2007) et de Merton (1973, dans Qin, 2007) portant sur la détermination du prix d'une option financière traditionnelle. En établissant un parallèle entre la théorie des options et la détermination de la valeur d'actifs incorporels tels que le capital humain, Welpé *et al.* (2007) supposent que les sommes investies dans les ressources humaines, telles que la rémunération des employés, équivalent au prix payé pour se procurer une option qui garantit, en quelque sorte, un certain niveau de performance organisationnelle. En ce sens, la valeur du capital humain serait alors constituée de la valeur actualisée des investissements faits dans les ressources humaines, à laquelle s'ajoute la valeur actualisée des événements subséquents découlant de ces investissements. La réflexion devrait alors porter sur les événements qui risqueraient de se produire ultérieurement. Ainsi, Welpé *et al.* (2007) précisent que le fait d'exercer une option, c'est-à-dire d'effectuer un investissement donné, entraînerait nécessairement la création de nouvelles options dont l'organisation pourrait se prévaloir. Ce serait donc la valeur de ces options que l'on devrait prendre en considération lors de la détermination de la valeur totale d'un élément d'actif de la nature du capital humain.

Selon Lagrost *et al.* (2010), la théorie des options réelles résulte en une méthode qui tiendrait compte des risques liés à l'exploitation d'un actif, ainsi que des conséquences des choix effectués par les gestionnaires de celui-ci. Tel que le souligne Baldi (2005), cette théorie permettrait à l'évaluateur de tenir compte d'un minimum de deux options quant à l'obtention de flux monétaires, et ce, pour chaque étape de l'exploitation d'un actif ou de la réalisation d'un projet. Plus précisément, Koller *et al.* (2005), Welpé *et al.* (2007) ainsi que Shaikh (2004) identifient différents types d'options qui s'offrent après la réalisation d'un investissement. Les options les plus fréquemment observées

seraient celles de différer les investissements ultérieurs, d'élargir ou de rétrécir l'étendue des investissements, de modifier les conditions d'exploitation d'un actif ou de réalisation d'un projet, de clore temporairement un projet, ou même d'abandonner complètement ce dernier. Selon la théorie des options réelles, chacune de ces options serait prise en considération dans l'évaluation globale d'un actif ou d'un projet, et ce, sous la forme d'un arbre de décision. Dès lors, une probabilité de réalisation serait attribuée à chaque situation envisagée, de manière à obtenir une valeur totale. La théorie des options réelles permettrait alors d'estimer l'investissement optimal pouvant être fait en lien avec un actif ou un projet donné. Cette théorie permettrait également d'analyser les investissements faits ou envisagés et de déterminer si ceux-ci en valent effectivement la peine comparativement aux revenus générés par ces investissements. Toutefois, comme le souligne Shaikh (2004), l'utilisation de la théorie des options réelles en contexte d'évaluation se heurte à deux problèmes considérables; le premier étant la difficulté d'évaluer financièrement lesdites options, la seconde étant la nécessité de persuader les investisseurs et les gestionnaires de modifier leur façon de concevoir les processus d'évaluation et d'investissement. De plus, la théorie des options réelles n'aurait pas, jusqu'à présent, fait l'objet d'études portant précisément sur l'évaluation d'actifs incorporels tels que le capital humain. Ainsi, aucun modèle précis n'aurait été développé en ce sens.

Bien que n'étant utilisée que ponctuellement en support à l'approche des DCF (flux monétaires actualisés), l'approche par les options réelles est certainement appelée à se développer dans un avenir proche pour devenir un puissant outil de valorisation pour les analystes financiers (Cherif, 2007, p. 151).

Pour l'instant, cette théorie serait principalement utilisée en contexte de planification des ressources humaines, c'est-à-dire en gestion organisationnelle. Les gestionnaires, comme le montre l'étude de Qin (2007), seraient alors en mesure d'analyser toutes les options possibles et d'en déterminer leurs impacts, tant financiers que non financiers. En somme, bien que la méthode des options réelles semble séduisante

intellectuellement, elle demeurerait extrêmement difficile à mettre en œuvre pour l'évaluation d'entreprise, d'éléments d'actif ou de tout autre projet en général.

2.2.4.4 *Autres méthodes d'évaluation quantitatives basées sur la capitalisation des coûts*

En plus des trois catégories de méthodes d'évaluation généralement reconnues, d'autres modèles et techniques ont été élaborés par divers auteurs. Les modes d'évaluation ainsi définis constituent une tentative de solution visant à pallier les lacunes ainsi que les difficultés d'application des modes d'évaluation traditionnels au contexte particulier des actifs incorporels, tels que le capital humain. Ainsi, en partant du principe économique de la substitution, selon lequel la valeur d'un actif devrait être égale au coût nécessaire pour son acquisition ou sa création, d'autres méthodes d'évaluation ont été développées dans le but précis de prendre en considération la valeur financière du capital humain.

Méthode de la comptabilisation des ressources humaines. Cette méthode s'inscrit dans le courant de la théorie basée sur les ressources (*Resource Based Theory* ou *Resource-based view of the firm*) selon laquelle les ressources, autant tangibles qu'intangibles, seraient à la base de la compétitivité et de la performance d'une organisation (Chen *et al.*, 2005; Daryaei *et al.*, 2011; Firer et Williams, 2003; Gamerschlag, 2013). En fait, cette théorie « repose sur l'idée que la performance supérieure de la firme s'explique par la présence de ressources et de compétences possédant des propriétés particulières puisqu'elles sont hétérogènes, spécifiques et soumises à des ruptures de marché donc difficilement imitables » (Renard, St-Amant et Ben Dhaou, 2007, p. 13). Une fois de plus, ces auteurs précisent que le simple fait de détenir du capital humain ne suffirait pas pour justifier l'attribution d'une valeur à ce dernier. Il faudrait plutôt prendre en considération la notion de création de valeur découlant de l'utilisation efficiente des ressources humaines. Mais au-delà de la théorie générale, la méthode traitée dans cette section vise spécifiquement la détermination de

la valeur du capital humain par le biais des techniques de comptabilisation des ressources humaines (*Human Resource Accounting*). Selon Shaikh (2004) et Batra (1996), le but premier de cette méthode consisterait à communiquer l'information financière ayant trait au capital humain à même les états financiers, de façon à permettre aux investisseurs et autres utilisateurs de ces états de prendre des décisions éclairées. Bontis *et al.* (1999) précisent que la valeur du capital humain comptabilisée à l'actif serait égale au salaire annuel par employé, multiplié par le nombre d'employés, ainsi que par le nombre moyen d'années de service de ces derniers, le tout ajusté d'un taux de croissance et actualisé en dollars d'aujourd'hui. Ces auteurs soulignent toutefois que ce type de calcul risque d'être soumis à des niveaux élevés de subjectivité et d'incertitude, ainsi qu'à un manque flagrant de fiabilité dû au fait que les prévisions en ce qui a trait aux salaires et aux années de service seraient établies au meilleur des connaissances des évaluateurs. De plus, Batra (1996) précise que le potentiel de revenus générés par les employés ne découlerait pas uniquement des investissements faits par les entreprises. Selon cet auteur, il faudrait également tenir compte de l'impact non négligeable de divers aspects comportementaux, tels que les habiletés, la motivation, la loyauté au groupe, la capacité d'interaction efficace ainsi que celle liée à la prise de décision, qui pourraient grandement influencer les résultats de l'entreprise. Le lien entre les investissements faits dans les ressources humaines et le potentiel de valeur future du capital humain serait alors discutable.

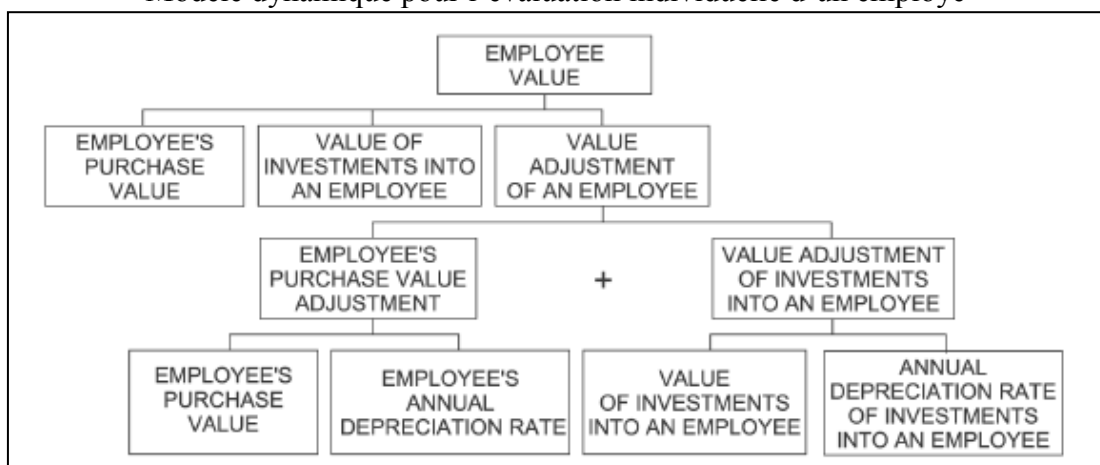
Selon Friedman et Lev (1974), il serait possible de remédier à ces faiblesses en ayant recours à ce qu'ils qualifient de mesure substitut. Selon ces auteurs, la valeur des ressources humaines pourrait être déterminée en actualisant les coûts épargnés grâce à la mise en place de politiques particulières à l'égard de la gestion de ces ressources. Cette méthode consisterait à identifier les coûts internes actuellement engagés pour les politiques liées aux ressources humaines, puis à comparer ceux-ci avec les mêmes types de coûts engagés par des organisations similaires sur le marché. Lorsqu'une entreprise investit davantage dans les politiques de gestion des ressources humaines, elle serait en

droit de s'attendre à ce qu'elle réalise des économies futures dues au fait que ses employés soient mieux formés et moins susceptibles de quitter l'entreprise pour une autre. Ainsi, l'investissement supplémentaire effectué dans les ressources humaines constituerait un élément d'actif pour cette organisation. Cependant, l'inverse serait aussi vrai, c'est-à-dire qu'une entreprise qui investirait moins dans sa main d'œuvre, comparativement au marché, risquerait d'encourir des frais futurs liés à la désuétude des compétences de ses employés ainsi qu'à une quantité élevée de départs de ces derniers. Dans ce cas, un passif devrait être comptabilisé au bilan de cette entreprise. Ainsi, à chaque exercice financier, l'actif (ou le passif) enregistré devrait être totalement radié du bilan et un autre actif (ou passif) serait alors comptabilisé. Les ajustements faits aux investissements d'une année dans les ressources humaines seraient, par conséquent, reflétés à titre de gain ou de perte à même l'état des résultats. Tel que le soulignent Friedman et Lev (1974), cette méthode semble posséder plusieurs avantages, dont notamment celui de pouvoir se fier sur des données financières réelles plutôt que sur des prévisions et estimations futures. De plus, cette méthode ferait en sorte que les états financiers reflèteraient tous les événements importants survenus au niveau des investissements réalisés dans les ressources humaines par l'entremise des ajustements au bilan ainsi qu'à l'état des résultats. Finalement, cette technique particulière de comptabilisation réduirait les risques que les gestionnaires d'une entreprise diminuent les investissements faits dans les ressources humaines dans l'unique but d'économiser des frais. En effet, une diminution des frais engagés pour les ressources humaines se traduirait nécessairement par une baisse de la marge d'investissement supplémentaire comparativement au marché, ce qui aurait pour effet de diminuer la valeur de l'actif comptabilisé au bilan. Une perte serait alors enregistrée aux résultats, ce qui annulerait l'économie de coûts d'abord envisagée par les gestionnaires. Bien que cette méthode d'évaluation et de comptabilisation semble avantageuse, celle-ci n'a toutefois pas fait l'objet d'études, ni d'analyses approfondies. De plus, Friedman et Lev (1974) considèrent qu'il y a trop de questions auxquelles il faudrait répondre avant d'être en mesure de prouver l'efficacité d'une telle méthode. Selon eux, il serait entre autres nécessaire de déterminer s'il existe réellement une

relation entre les investissements dans les ressources humaines et les caractéristiques particulières d'une organisation, tout en analysant l'impact de cette relation sur le niveau des investissements effectués.

Modèle de Milost (2007). Ce modèle dynamique, reproduit à la figure 2.7, servirait à évaluer la valeur financière d'un employé de façon individuelle. Le modèle de Milost (2007) puiserait ses fondements dans les modèles monétaires, tels que le modèle de la capitalisation des coûts historiques de Likert (1967, dans Milost, 2007), le modèle des coûts d'opportunité de Hekimian et Jones (1967, dans Milost, 2007), le modèle de salaires et traitements actualisés de Lev et Schwartz (1971, dans Milost, 2007), et le modèle des coûts de remplacement de Flamholz (1973, dans Milost, 2007).

Figure 2.7
Modèle dynamique pour l'évaluation individuelle d'un employé



Milost (2007), p. 128.

La particularité du modèle de Milost (2007) réside dans le fait que ce dernier permettrait d'estimer la valeur financière d'un seul employé, contrairement aux autres modèles qui déterminent habituellement une valeur globale pour l'ensemble du capital humain d'une organisation. Pour y parvenir, l'évaluation devrait tenir compte de trois composantes principales. La première composante serait la valeur d'acquisition de l'employé, composée notamment des investissements faits dans la formation de l'employé pour que ce dernier soit apte à réaliser les fonctions qui lui sont confiées.

Ainsi, seul les frais de formation engagés depuis l'embauche seraient pris en considération et, par conséquent, le coût des formations suivies par l'employé dans la période précédant son embauche ne ferait pas partie de son coût d'acquisition. Celui-ci inclurait également les investissements effectués au cours du processus d'acquisition en soi, c'est-à-dire les coûts reliés au recrutement et à l'embauche de l'employé. Finalement, les coûts d'opportunité découlant de l'embauche de l'employé, tels que la rémunération de celui-ci, y seraient également ajoutés. À cette valeur d'acquisition s'additionnerait ensuite la deuxième composante, soit la valeur des investissements faits en faveur de l'employé. Bien que ces investissements puissent être de diverses natures, Milost (2007) établit les trois catégories suivantes. On trouve les investissements dans le développement des habiletés d'un employé liées à son travail, les investissements dans la santé et le bien-être de ce dernier, puis les investissements dans l'accroissement du sentiment de loyauté de l'employé envers l'organisation qui l'emploie. Finalement, les composantes précédentes devraient faire l'objet d'un ajustement permettant de tenir compte d'une certaine dépréciation de la valeur globale de l'employé due au passage du temps. Cette dépréciation aurait pour source l'amortissement traditionnel des actifs capitalisés au bilan d'une entreprise. Ainsi, tout comme les autres éléments d'actif, la valeur capitalisée du capital humain devrait être dépréciée à mesure que l'employé est utilisé au sein de l'organisation. En ce sens, le coût d'acquisition de l'employé serait amorti sur la durée de vie utile de ce dernier au sein de l'entreprise, ce qui réfère généralement aux nombres d'années de service que l'on prévoit obtenir de cet employé. Suivant la même logique, les investissements faits dans le développement d'un employé devraient être amortis sur la période durant laquelle l'organisation estime pouvoir bénéficier des effets de ces investissements.

De plus, ce modèle repose également sur l'hypothèse selon laquelle la valeur d'un actif serait fonction des coûts engagés dépréciés en lien avec son acquisition et/ou son développement. Comme pour les modèles précédents, cette hypothèse pourrait être remise en doute puisqu'il semble que la valeur actuelle d'actifs incorporels tels que le capital humain soit habituellement beaucoup plus élevée que la somme des

investissements y étant effectués; sous réserve d'une situation d'échec du développement des connaissances, résultant alors en une valeur actuelle beaucoup moindre que les investissements réellement faits dans le capital humain. De plus, tel que souligné précédemment, plusieurs des informations requises pour effectuer le calcul ne seraient pas présentées à même les états financiers, limitant alors l'application de ce modèle par des gestionnaires détenant ces informations. Pour ces raisons, le recours à ce modèle par des investisseurs, évaluateurs ou autres acteurs du domaine de l'évaluation d'entreprise demeurerait théorique.

2.2.4.5 Autres méthodes d'évaluation quantitatives basées sur la création de valeur

Considérant la contribution potentiellement importante du capital humain au processus de création de valeur, plusieurs méthodes d'évaluation ont été élaborées à partir de ce concept particulier.

Méthode de Baruch Lev. Lev (s.d., dans Stewart, 2001) s'oppose fermement à l'utilisation des modes traditionnels d'évaluation lors de la détermination de la valeur d'actifs incorporels. Selon cet auteur, la méthode de capitalisation des coûts ne permettrait pas de prendre en considération le caractère particulier et incertain de l'exploitation d'actifs incorporels. De plus, cette méthode capitaliserait à l'actif les coûts engagés, mais ne comptabiliserait aucun passif en contrepartie de ces derniers. Il s'agirait, selon cet auteur, d'un illogisme non négligeable puisqu'il semble évident que le maintien et l'amélioration des actifs incorporels ainsi comptabilisés à l'actif entraîneront divers frais et obligations futurs. Dès lors, un passif devrait également figurer au bilan des organisations qui comptabilisent des actifs incorporels développés à l'interne à même leurs éléments d'actif. Lev (s.d., dans Stewart, 2001) fait également remarquer que les modes d'évaluation basés sur le marché semblent inadéquats en contexte d'évaluation d'actifs incorporels développés à l'interne puisqu'il n'existerait aucun marché où transiger ce type d'actif. Finalement, les méthodes d'évaluation basées sur les résultats seraient, selon cet auteur, simplistes et totalement inappropriées,

puisqu'elles considèrent l'excédent de la juste valeur de l'actif net sur sa valeur comptable comme étant attribuable à l'ensemble des actifs incorporels.

L'approche proposée par Lev (2001, 2003) aurait pour base les revenus générés par une entreprise, desquels il faudrait d'abord soustraire le rendement obtenu sur les actifs financiers, puis celui sur les actifs corporels, et ce, en fonction des taux de rendement effectifs sur le marché ou pour un secteur donné. Le résultat ainsi obtenu représenterait le rendement sur les actifs incorporels. Celui-ci serait alors divisé par le taux de rendement prévu sur de tels actifs, de manière à déterminer la valeur totale des actifs incorporels desquels découle ce rendement. Selon Heffes (2001), cette méthode serait basée sur le concept économique de la fonction de production, selon lequel la performance économique d'une entreprise serait générée par trois principaux intrants, soit les actifs physiques, financiers et intangibles. Selon ce concept, les investissements faits dans les actifs intangibles, tels que le capital humain, augmenteraient la performance de l'entreprise et, par le fait même, sa valeur corporative.

Par contre, il fut précisé précédemment que les investissements faits dans les ressources humaines ne seraient pas toujours garants d'une meilleure performance financière de l'entreprise en général. De plus, bien qu'il s'agisse d'une méthode d'évaluation intéressante, un problème persiste quant à la détermination des taux de rendement utilisés dans ce calcul, surtout au niveau du taux de rendement d'actifs incorporels tels que le capital humain. En effet, considérant le fait qu'il n'existe vraisemblablement pas de marché réel pour ce type d'actif, l'attribution d'un taux de rendement à celui-ci serait un processus arbitraire et hautement subjectif. Puis tel que le soulignent Barber et Manger (1997), cette méthode basée sur le revenu résiduel pourrait être trompeuse puisqu'elle suppose que les valeurs aux livres seraient suffisamment précises pour constituer des estimations de la véritable valeur au marché de tels actifs.

Modèle de la valeur économique ajoutée (EVATM). Considérant l'importance de la création de valeur dans le processus d'évaluation du capital humain, plusieurs

méthodes ont été élaborées en ayant pour base le concept selon lequel la création de valeur serait fonction de la maximisation de la richesse des actionnaires. Parmi ces méthodes se retrouvent celle de la valeur économique ajoutée ou EVATM (*Economic Value Added*). Selon cette méthode, la valeur ajoutée par l'exploitation d'un actif se déterminerait à l'aide de la formule suivante (Cherif, 2007) :

$$\text{EVA} = (\text{RCI} - \text{CMPC}) \times \text{CI}$$

Où : EVA = Valeur économique ajoutée
 RCI = Rendement sur le capital investi
 CMPC = Coût moyen pondéré en capital
 CI = Capital investi

Avec cette formule, il serait possible de déterminer combien rapporte réellement un dollar investi dans l'entreprise. En d'autres termes, lorsque l'EVA est positive, cela signifie que les résultats d'exploitation sont supérieurs au coût des fonds investis; l'activité étant alors créatrice de valeur. La situation inverse serait également vraie.

Lorsque l'EVA est positive, l'entreprise dégage une rentabilité en excès par rapport au coût des fonds mis à disposition. L'entreprise est créatrice de richesse pour les actionnaires. Lorsque l'EVA est négative, la performance des investissements ou des projets de l'entreprise est insuffisante pour couvrir les coûts de financement, elle est donc destructrice de valeur (Cherif, 2007, p. 145).

Selon Barber et Manger (1997), cette technique pourrait se résumer comme étant la valeur marchande de tous les actifs détenus par une entreprise, à laquelle on ajoute la valeur actuelle des flux monétaires que l'on prévoit obtenir de l'exploitation de cette dernière (cette dernière étant considérée comme la valeur ajoutée). Le résultat ainsi obtenu représenterait donc la véritable valeur des actifs d'une organisation, à la fois corporels et incorporels, qui inclut autant la valeur marchande que le potentiel de valeur desdits actifs. Tel que le précisent Robinson et Kleiner (1996), la méthode de l'EVATM reposerait dans ce cas sur la méthode de l'actualisation des flux monétaires et serait donc soumise aux mêmes critiques quant à l'incertitude reliée aux prévisions estimées.

Il s'agirait ici d'un problème de taille, surtout en contexte d'évaluation du capital humain pour lequel il existe très peu d'historique de résultats. Ces mêmes auteurs soulignent également le fait qu'il pourrait y avoir d'autres facteurs qui influencent le calcul de l' EVA^{TM} . À titre d'exemple, une politique de sous-investissement pourrait résulter en un EVA^{TM} positif, et ce, même si ce genre de situation ne serait pas bénéfique pour l'entreprise qui devra éventuellement rattraper ce retard en investissant davantage dans un futur plus ou moins rapproché. À l'inverse, un investissement massif pourrait avoir un effet négatif sur l' EVA^{TM} , alors que les retombées de cet investissement pourraient très bien surpasser le coût de ce dernier. Ainsi, ces constatations semblent semer le doute sur le lien de causalité existant supposément entre cet indicateur et les flux monétaires générés par l'actif évalué.

Modèle du coefficient intellectuel de la valeur ajoutée ($VAIC^{TM}$). Pulic (1998, dans Chen *et al.*, 2005) a également conçu une méthode basée sur la création de valeur, soit la méthode du coefficient intellectuel de la valeur ajoutée, ou $VAIC^{TM}$ (*Value Added Intellectual Coefficient*), très populaire en contexte d'évaluation. Selon Ståhle, Ståhle et Aho (2011), cette méthode reposerait sur l'hypothèse selon laquelle la création de valeur découlerait directement de l'utilisation efficiente des ressources au sein d'une entreprise. En résumé, « la $VAIC^{TM}$ mesure combien de nouvelle valeur a été créée par unité monétaire investie dans chaque ressource » (Zéghal et Maaloul, 2010b, p. 43). Il serait alors possible de déterminer la valeur ajoutée en fonction de la formule suivante (Swartz, Swartz et Firer, 2006, p. 73) :

$$VAIC^{TM} = CEE + HCE + SCE$$

$$VAIC^{TM} = (VA/CE) + (VA/HC) + (SC/VA)$$

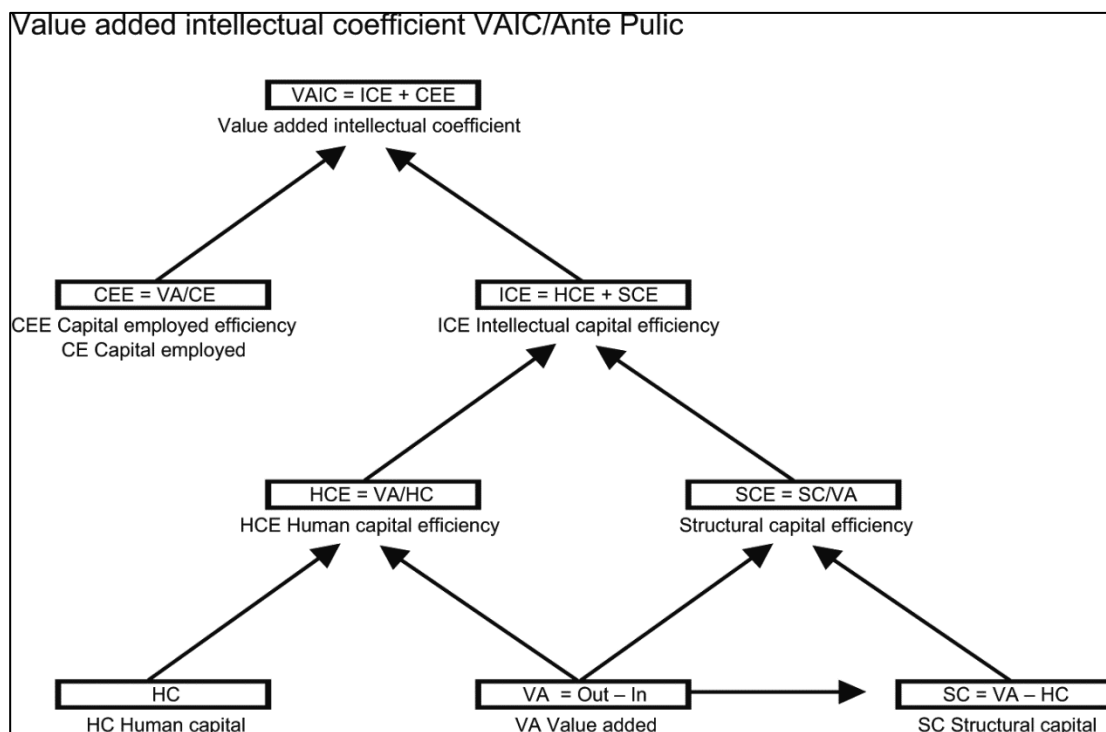
Comme le décrivent Swartz *et al.* (2006), le $VAIC^{TM}$ s'obtient en additionnant les trois indicateurs suivants, tels que représentés à la figure 2.8 de la page suivante :

- 1) l'indicateur d'efficiency du capital employé (CEE), qui correspond à la valeur ajoutée par capital employé (VA/CE);

- 2) l'indicateur d'efficacité du capital humain (HCE), qui correspond à la valeur ajoutée par capital humain (VA/HC);
- 3) l'indicateur d'efficacité du capital structurel (SCE), qui correspond à la valeur ajoutée par capital structurel (SC/VA).

Où : HC correspond aux dépenses en lien avec les employés (salaires et avantages sociaux); CE correspond au capital financier (valeur aux livres ou capitaux propres); et SC correspond à la différence entre la valeur ajoutée (VA) et les dépenses liées au capital humain (HC).

Figure 2.8
Modèle du VAIC™ de Pulic



Ståhle, Ståhle et Aho (2011), p. 534.

Essentiellement, un coefficient ($VAIC^{TM}$) élevé signifierait que l'utilisation des ressources d'une organisation, incluant le capital intellectuel, a grandement contribué au processus de création de valeur. Depuis son apparition, cette technique a suscité beaucoup d'intérêt dans le domaine de l'évaluation du capital intellectuel et plusieurs études en ont fait leur sujet principal. Parmi celles-ci, l'étude réalisée par Ståhle *et al.* (2011) critique fortement son utilisation. Selon ces auteurs, le modèle du $VAIC^{TM}$ comporterait de sérieuses lacunes qui mettraient en doute sa réelle utilité; la principale

lacune reposant sur une mauvaise détermination de l'indicateur d'efficience du capital structurel (SCE). En effet, cet indicateur ne tiendrait pas compte de deux composantes principales du capital structurel, soit le capital lié à l'innovation ainsi que le capital relationnel. Ce constat remettrait en doute l'adéquation de cette technique pour l'évaluation financière du capital humain.

Modèle de l'EVHC. Pantzalis et Park (2009) ont également élaboré une méthode d'évaluation portant sur la création de valeur désignée par l'appellation EVHC (*Excess Value of Human Capital*). Selon ces auteurs, cette méthode permettrait de déterminer la valeur du capital humain par l'entremise d'un coefficient basé sur l'industrie dans laquelle une entreprise est exploitée. La première étape consisterait donc à calculer ce coefficient en déterminant la médiane de l'industrie par le calcul suivant : Ratio de la valeur marchande / capitaux propres divisé par le nombre d'employés. La deuxième étape consisterait à multiplier cette médiane de l'industrie par le nombre d'employés travaillant pour une entreprise, ce qui résulterait en la valeur du capital humain. Une fois de plus, un doute semble subsister quant à l'applicabilité de cette technique dans le domaine pratique de l'évaluation, notamment en lien avec le manque d'informations divulguées à cet égard dans les états financiers. En somme, Pantzalis et Park (2009) précisent que l'EVHC serait davantage un indicateur de l'erreur potentielle découlant de l'évaluation d'une entreprise par le marché, à l'intérieur duquel les acteurs ne détiendraient pas toutes les informations nécessaires pour réaliser celle-ci. Considérant le manque d'informations ainsi que la complexité du calcul, la pertinence pratique de ce modèle serait alors fortement critiquée.

2.2.4.6 Méthodes d'évaluation basées sur des composantes qualitatives

En plus des méthodes d'évaluation quantitatives, certains auteurs ont tenté d'élaborer diverses techniques visant à prendre en considération les facteurs qualitatifs contribuant à la création de valeur par le capital humain.

Études pratiques recensées. Au total, cinq études ont été recensées, ayant toutes pour objectif de dresser une liste des multiples composantes du capital humain. Tout d'abord, Palacios-Marques et Garrigos-Simon (2003) ont eu recours à une technique Delphi pour l'élaboration d'un questionnaire visant à identifier les différentes facettes de chaque composante du capital intellectuel. Les résultats de cette étude, présentés dans l'annexe A, permettent d'identifier sept composantes spécifiques au capital humain (le savoir technique, l'expérience, les habiletés de leadership, l'esprit d'équipe, la stabilité d'emploi, les habiletés de gestion et les habiletés en planification), sept composantes du capital structurel (notamment en lien avec la connaissance des problèmes internes, les techniques de diffusion des connaissances et la culture organisationnelle) et seulement quatre composantes en ce qui a trait au capital relationnel (en lien avec les clients actuels, les fournisseurs, les clients potentiels ainsi que toute autre alliance stratégique). Suivant le même principe de base, l'étude de Bontis (1998) a permis de recenser 63 items rattachés aux trois composantes du capital intellectuel ainsi qu'à la performance organisationnelle. De cette étude, il ressort que le capital humain, le capital relationnel et le capital structurel sont tous composés de sept items distincts. La liste de ces items ainsi que les résultats de l'étude sont d'ailleurs présentés dans l'annexe B. La troisième étude tentant de définir les éléments constituant les composantes du capital intellectuel est celle de Moon et Kym (2006), dont les résultats sont présentés dans l'annexe C. Selon les conclusions tirées de cette étude, le capital humain se résumerait aux capacités, à l'endurance et à la satisfaction des employés. Pour sa part, le capital structurel référerait à la culture organisationnelle, aux systèmes d'information mis en place, aux processus organisationnels et à la propriété intellectuelle développés par l'organisation. Pour ce qui est du capital relationnel, ce dernier serait composé des relations entretenues avec les clients, les partenaires et la communauté. Quatrièmement, l'étude d'Andreou (2006) a permis de développer un modèle, reproduit à l'annexe D, dans lequel figurent les différents inducteurs de valeur et de performance organisationnelle, ainsi que les facteurs clés de succès composant ces derniers. La validation de ce modèle a ensuite permis de dresser une liste de facteurs sur lesquels reposerait le capital intellectuel, ainsi que des éléments

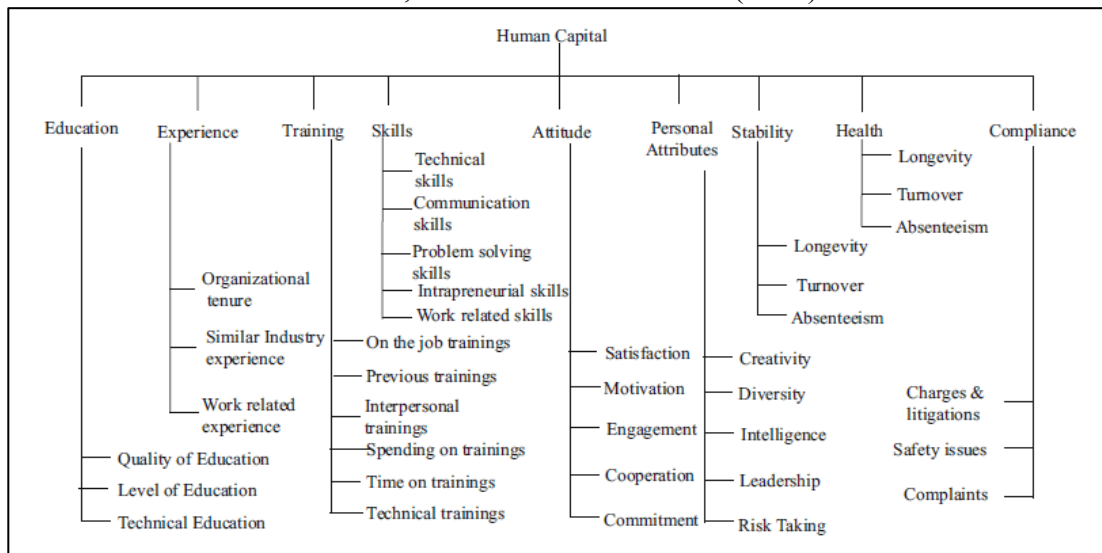
composant chacun de ces facteurs. Cette liste figure à l'annexe E. Finalement, les résultats de l'étude de Vidotto *et al.* (2017), réalisée auprès de 220 gestionnaires d'institutions financières, ont permis d'identifier trois catégories de facteurs spécifiquement liés au capital humain, soit le leadership et la motivation, les qualifications (en termes de compétences et d'habiletés), ainsi que la satisfaction et la créativité de l'ensemble des employés. En somme, il importe de souligner que les études décrites ci-dessus ne portent pas sur l'élaboration d'un modèle de détermination de la valeur financière du capital humain, mais visent à identifier les diverses composantes essentielles au processus de création de valeur par ce type d'actif incorporel. Dès lors, il pourrait s'avérer intéressant de questionner les acteurs du domaine de l'évaluation de manière à identifier les éléments pris en considération lors de l'évaluation du capital humain, s'il y a lieu, ainsi que l'impact de la présence ou de l'absence de ces éléments sur la valeur attribuée à cet actif incorporel et/ou sur celle déterminée pour une entreprise dans sa globalité.

Techniques de pointage et autres modèles de gestion. Dans l'optique d'améliorer le processus de gestion et de prise de décisions, certaines techniques de pointage ont été élaborées dans le but d'analyser les décisions prises par rapport aux actifs incorporels ne figurant pas dans les états financiers. Lagrost *et al.* (2010) décrivent certaines de ces méthodes, dont notamment la méthode du *IPScore* et celle du *PRISM*, développées respectivement par le *Danish Patent Trademark Office* et par la *QED Intellectual Property Ltd.* Essentiellement, ces techniques reposent sur l'identification de certains éléments clés du capital intellectuel d'une entreprise pour ensuite leur attribuer un pointage en fonction de leurs caractéristiques respectives. À titre d'exemple, une organisation pourrait identifier ses découvertes technologiques comme un élément clé de son capital intellectuel, et ensuite lui attribuer un pointage en fonction des risques et opportunités caractérisant ces découvertes, telles qu'une possibilité de croissance des revenus ou une position concurrentielle sur le marché. Comme le précisent Lagrost *et al.* (2010), ces méthodes seraient principalement utilisées dans un objectif de gestion stratégique des actifs incorporels pouvant faire l'objet d'un brevet. Ainsi, ces

techniques de pointage ne permettraient pas de déterminer la valeur monétaire du capital humain, mais constituent tout de même une approche intéressante quant à l'identification et l'évaluation des caractéristiques qualitatives de ce capital. Comme il a été discuté précédemment, il semble d'abord essentiel d'identifier les composantes du capital humain avant même d'envisager l'évaluation financière de celui-ci.

En ce sens, Demartini et Paoloni (2011) ont dressé le portrait des diverses dimensions clés du capital humain, ainsi que des caractéristiques devant servir de base à l'évaluation de celles-ci. Selon ces auteurs, l'évaluation du capital humain devrait être basée sur a) le profil de la main d'œuvre, caractérisé par l'âge, la diversité, le salaire et les promotions; b) les compétences, caractérisées par les niveaux de compétences, les bases de données de connaissances et les investissements en formation; c) l'engagement et/ou l'attitude des employés, caractérisés par l'attitude, l'engagement et le dévouement; d) les mesures de productivité, caractérisées par les revenus par employé, les coûts d'opération par employé et la valeur ajoutée par employé; et enfin, e) les mesures de production, caractérisées par le nombre d'unités produites, le nombre de clients servis, le degré de satisfaction des clients et l'innovation. Pour leur part, Mubarik, Chandran et Devadason (2018) ont tenté d'identifier les aspects tangibles et intangibles liés au capital humain, de manière à établir le niveau global de ce qu'ils désignent comme étant un index du capital humain (*Human capital index*). Les résultats de leur étude ont permis d'identifier 36 sous-dimensions liées au capital humain, regroupées sous les neuf dimensions principales suivantes : éducation, expérience, formation, habiletés, attitude, attributs personnels, stabilité, santé, puis conformité. L'ensemble des dimensions principales et de leurs sous-dimensions respectives recensées par Mubarik *et al.* (2018) sont présentées à la figure 2.9 de la page suivante.

Figure 2.9
Dimensions et sous-dimensions du capital humain selon
Mubarik, Chandran et Devadason (2018)



Mubarik *et al.* (2018), p. 616.

Dans le même ordre d'idées, Stanko, Zeller et Melena (2014) ont quant à eux ciblé les facteurs pouvant contribuer à la productivité des employés et ayant, par le fait même, un impact sur la valeur attribuable à ces derniers. Selon ces auteurs, les facteurs devant alors être pris en considération traitent des aspects suivants : éducation, expérience, temps d'emploi restant, relations et moral, attributs naturels, et performance. En ce sens, Stanko *et al.* (2014) stipulent que la valeur des employés irait au-delà des coûts assumés en matière de rémunération, recrutement et formation. Ces coûts devraient être considérés davantage comme des investissements pour l'entreprise qui les assume, plutôt qu'uniquement comme des dépenses, tel que le précisent ces auteurs.

Deux autres modèles ont été développés en réponse aux critiques du modèle de Stewart, définissant la valeur du capital intellectuel comme étant la différence entre la valeur marchande et la valeur aux livres d'une entreprise. Le premier modèle porte le nom du *Tobin's Q*. Comme l'expliquent Naslmosavi *et al.* (2011) et Shaikh (2004), il ne s'agirait pas d'une méthode visant la détermination d'une valeur financière du capital humain, mais plutôt d'une technique d'évaluation de la performance obtenue par une

gestion de ces ressources. En ce sens, ce modèle ne semble pas s'appliquer à la problématique étudiée. Naslmosavi *et al.* (2011) présentent un deuxième modèle, désigné comme étant le navigateur de Skandia, qui aurait été élaboré dans l'objectif d'extrapoler la valeur du capital humain incluse dans la valeur du capital intellectuel, déterminée par Stewart (2001) comme étant l'écart entre la valeur marchande et la valeur aux livres d'une entreprise. Bien que le navigateur de Skandia soit reconnu comme le meilleur modèle permettant notamment l'identification d'actifs incorporels, tel que souligné par Shaikh (2004), il s'agirait une fois de plus d'un modèle de gestion bien plus que d'une technique d'évaluation financière. Ainsi, son application à la problématique étudiée ne semble également pas appropriée.

2.3 CONCLUSION

Il ressort que l'évaluation d'entreprise est un processus complexe, laissant une large place à la subjectivité découlant des perceptions qu'ont les acteurs y prenant part. En effet, la détermination de la valeur d'une entreprise semble fortement influencée par les objectifs poursuivis par ces acteurs; objectifs ayant donné naissance à ce processus. De plus, il semble subsister un niveau élevé d'incertitude lié aux estimations nécessaires à l'application des méthodes d'évaluation et permettant ainsi de prendre en considération, d'une part, les risques associés à l'exploitation de l'entreprise évaluée et, d'autre part, le potentiel de rendement et/ou de croissance de celle-ci. En ce sens, plusieurs principes fondamentaux et théoriques ont été définis dans le but de limiter l'impact de la subjectivité et de l'incertitude sur le processus de détermination de la valeur. Également, plusieurs méthodes, soit celles basées sur les actifs, le marché et l'exploitation, ont été développées afin d'assurer une certaine cohésion dans la détermination de la valeur d'une entreprise.

Cependant, la principale lacune décelée dans ces méthodes résiderait dans le fait que la plupart d'entre elles ont pour base les états financiers, dans lesquels le capital humain ne figure pas distinctement. Pourtant, ce type d'actifs incorporels semble occuper une

place importante dans la création de valeur découlant de l'exploitation d'une entreprise. Plusieurs études ont d'ailleurs permis de définir davantage les composantes potentielles du capital humain. De plus, quelques méthodes d'évaluation ont également été élaborées dans l'objectif d'attribuer une valeur au capital humain. Par contre, ces méthodes comporteraient de nombreuses faiblesses qui, lorsque jumelées au caractère relativement nouveau de ce genre d'actif, limiteraient leur application dans la pratique. De plus, outre les difficultés d'application de ces méthodes par les acteurs de la pratique, la compréhension et la définition de l'ensemble des composantes soutenant ces méthodes demeurerait problématiques. Il semble donc qu'une meilleure compréhension des constituantes du capital humain pourrait permettre leur prise en compte dans le processus d'évaluation, et ce, distinctement de l'ensemble des autres types d'actifs incorporels. Ultimement, cette compréhension accrue pourrait résulter en l'amélioration des techniques d'évaluation de tels actifs incorporels, notamment par leur identification au sein d'une entreprise ainsi que par la détermination de leur contribution à la valeur globale de celle-ci.

TROISIÈME CHAPITRE

CADRE OPÉRATOIRE

Lorsqu'il initie un projet de recherche, le chercheur se doit de situer celui-ci à l'intérieur de positions épistémologique et méthodologique. En fait, cette phase de la recherche est essentielle puisqu'elle guidera la conception de la structure générale de celle-ci, en plus de préciser la démarche à suivre lors de sa réalisation. Dès lors, il sera possible d'élaborer la stratégie méthodologique de la recherche qui s'inscrira dans le courant épistémologique répondant le mieux à la nature du projet en question.

Précédemment, il fut établi que la problématique managériale devait porter principalement sur l'identification des méthodes d'évaluation propres à la détermination de la valeur financière du capital humain, dans le but d'isoler cette dernière en contexte d'évaluation d'entreprise. De cette réflexion sont issues trois questions générales de la recherche auxquelles nous tenterons de répondre. Ces questions sont les suivantes :

1. Quelles sont les méthodes d'évaluation utilisées pour déterminer la valeur financière du capital humain?
2. Quels sont les facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain?
3. Quelle est la valeur spécifique attribuée à ces facteurs, permettant de refléter leur importance dans le processus d'évaluation d'une entreprise?

Cette recherche a donc pour objectif l'amélioration des connaissances en lien avec la problématique identifiée. Plus précisément, elle vise d'abord à décrire, analyser, comprendre et documenter les méthodes d'évaluation actuellement utilisées pour déterminer la valeur financière du capital humain. De plus, une attention particulière sera portée sur les facteurs de création de valeur liés au capital humain, permettant alors d'évaluer l'importance y étant accordée par les acteurs du domaine de l'évaluation d'entreprise. Ainsi, il pourrait également être intéressant d'identifier les techniques employées lors de la détermination de la valeur attribuable à ces facteurs en contexte d'évaluation d'entreprise.

Ce chapitre porte donc sur la détermination des stratégies épistémologique et méthodologique qui ont permis de répondre adéquatement à cette problématique managériale. En ce sens, la première partie de ce chapitre présente la perspective épistémologique retenue. Par la suite, il sera question du positionnement méthodologique retenu pour la réalisation de cette recherche. La dernière partie de ce chapitre porte finalement sur l'élaboration de la stratégie méthodologique en lien avec les choix épistémologiques et méthodologiques effectués préalablement.

3.1 PERSPECTIVE ÉPISTÉMOLOGIQUE

Avant d'entreprendre l'analyse qui aboutira aux positionnements épistémologique et méthodologique d'un projet de recherche, le chercheur se doit de déterminer quelle approche de recherche lui permettra de répondre adéquatement à la problématique ainsi qu'aux objectifs visés par le projet. Plusieurs approches de recherche, relevant de certains principes de base, peuvent alors être envisagées dans le but de répondre à la problématique managériale exposée précédemment et ayant trait à l'évaluation financière du capital humain.

Essentiellement, les principes à la base des raisonnements découlant d'un processus de recherche ont trait à la conception de la science qui influence les orientations envisagées lors de la réalisation d'un projet de recherche. Selon Chalmers (1987), le raisonnement inductif sous-tend que la science aurait pour base l'observation, à l'intérieur de laquelle un observateur objectif, donc sans préjugé, serait en mesure de formuler une théorie par la généralisation d'un certain nombre d'observations ayant trait à une situation donnée. Ce type de raisonnement n'apportant pas de valeur explicative ou prédictive à la science, il importerait alors de le faire suivre du processus complémentaire de la déduction. Toujours selon Chalmers (1987), la déduction serait un raisonnement selon lequel il est possible de prédire une situation à partir de prémisses de base, elles-mêmes tirées d'une théorie existante. La principale limite liée à cette approche résiderait alors dans le fait qu'elle suppose que les individus à la base

des observations sont totalement objectifs et ne subissent aucune influence, tant interne qu'externe. Or, la perception d'un tel observateur risque plutôt de ne pas être totalement objective puisqu'elle « dépend en partie de son expérience passée, de ses connaissances et de ses attentes » (Chalmers, 1987, p. 45). Par ailleurs, ce fait serait d'autant plus vrai en sciences de la gestion, comparativement aux sciences pures, puisque l'objet de la recherche n'est habituellement pas indépendant du chercheur. Celui-ci devrait donc être conscient de cette influence afin d'en réduire les conséquences potentielles sur ses propres observations. Quant au falsificationnisme, Chalmers (1987) précise que cette approche repose sur le concept selon lequel une théorie n'est bonne que si elle peut être falsifiée. Ainsi, lorsqu'une hypothèse est falsifiée, une nouvelle hypothèse serait à son tour soumise aux tests de la falsification, permettant alors de faire progresser la science. Selon Chalmers (1987), la principale faiblesse de cette approche réside dans le fait qu'il n'existerait pas de falsification concluante. Les falsifications reposant sur les observations faites par des individus, elles seraient donc interprétées de façon subjective, comme dans le cas de l'induction. Considérant alors le fait qu'il n'existe pas de théorie propre à l'évaluation financière du capital humain, les conclusions tirées de cette recherche auront pour base les données empiriques recueillies sur le terrain. Dès lors, ce projet de recherche exploratoire s'inscrit à l'intérieur d'une logique inductive.

3.1.1 Type et nature du processus de recherche

Tel que le précisent Fortin (2006) et Prévost (1996), la recherche fondamentale a pour but de définir des représentations théoriques de la réalité, alors que la recherche appliquée vise à résoudre un problème pratique et concret. Puisque cette recherche a pour objectif principal de répondre à un besoin ressenti chez les acteurs du domaine de l'évaluation financière, celle-ci s'inscrit davantage dans la logique de la recherche appliquée. De plus, Grenier et Josserand (1999), tout comme Thietart (2007), précisent que l'on doit déterminer l'élément sur lequel portera la recherche; cette dernière pouvant correspondre à une analyse de contenu ou à une analyse de processus.

Considérant alors les questions ainsi que les objectifs de la présente recherche, il semble que l'intérêt soit porté sur le contenu puisque cette recherche s'intéresse principalement à l'identification d'éléments devant être pris en considération lors de la détermination de la valeur financière du capital humain, et non pas à la manière dont ces éléments se développent dans le temps. De plus, cette recherche vise également la description des techniques employées lors de l'évaluation financière du capital humain. Il s'agit donc d'une étude descriptive, et non pas explicative. Ce type de recherche serait d'ailleurs fréquemment utilisé lorsque peu ou pas de connaissances sont disponibles sur le sujet, comme c'est notamment le cas pour cette recherche. À cet égard, Grenier et Josserand (1999) concluent qu'une étude descriptive est habituellement de nature exploratoire, ce qui cadre avec cette recherche puisqu'aucune théorie portant précisément sur l'évaluation financière du capital humain n'a été développée jusqu'à présent. Finalement, la stratégie de recherche se doit d'être précisée. Hlady Rispal (2002) ainsi que Robson (2002) spécifient qu'une étude descriptive peut aussi bien être de nature qualitative que quantitative; le choix dépendant alors de la nature des informations que le chercheur tente d'obtenir ainsi que de la façon dont ce dernier procèdera à l'analyse des données recueillies. À la lumière des informations fournies préalablement, il appert que cette recherche soit de nature qualitative puisque celle-ci a pour objectif la description et la compréhension des méthodes d'évaluation du capital humain utilisées par les acteurs de ce domaine, combinées à l'identification des facteurs de création de valeur considérés par ces derniers. En somme, tant la nature des données recueillies que les conclusions tirées de l'analyse de celles-ci seront de nature qualitative. Cette recherche s'inscrit donc dans le courant qualitatif inductif, sur lequel reposera le positionnement épistémologique.

3.1.2 Paradigmes de recherche

Une fois que le type et la nature de la recherche ont été déterminés, le chercheur se doit de positionner celle-ci à l'intérieur d'une orientation épistémologique ou d'un paradigme de recherche. Selon Lukka (2010), le paradigme de recherche serait

l'élément qui détermine l'ensemble de la stratégie de recherche, allant de l'objet de celle-ci jusqu'à l'interprétation des résultats qui en découleront. Ce serait donc ce qui « permet d'asseoir la validité et la légitimité de la recherche » (Thietart, 2007, p. 13). Essentiellement, il est possible d'identifier deux paradigmes principaux de recherche, connus sous les appellations de positivisme et de constructivisme (également appelé normativisme, naturalisme et interprétativisme, selon les auteurs). Comme le mentionnent Tashakkori et Teddlie (1998) ainsi que Guba et Lincoln (1994), le chercheur n'a pas nécessairement à choisir entre l'un ou l'autre de ces paradigmes, mais doit plutôt situer sa recherche sur le continuum opposant, d'une part, le positivisme et, d'autre part, le constructivisme.

Selon Guba et Lincoln (1994) ainsi que Tashakkori et Teddlie (1998), les positivistes percevraient la réalité comme étant composée de faits singuliers vérifiables. Selon cette orientation épistémologique, le chercheur et l'objet de recherche sont indépendants l'un de l'autre, ce qui aurait pour conséquence que la recherche n'est aucunement influencée par les valeurs individuelles et collectives. Ainsi, la généralisation des résultats serait possible, et ce, peu importe le contexte entourant la situation puisque les causes et les effets de chaque phénomène sont identifiables et isolables ou, comme le précise Fortin (2006), prévisibles et contrôlables. En fait, le positiviste chercherait l'existence d'une relation constante entre des événements ou des variables, tel que précisé par Robson (2002). Il semble alors que les positivistes favorisent une logique déductive ainsi que des méthodes quantitatives, s'inscrivant alors dans un courant de pensée à l'intérieur duquel prônent l'objectivité et la vérifiabilité des résultats. Bien que le positivisme n'exclue pas systématiquement les recherches à caractère qualitatif et inductif, il semble toutefois difficile d'arrimer cette position épistémologique à la présente recherche.

Quant aux constructivistes, ceux-ci prétendent que la réalité est constituée de multiples construits sociaux (ou réalités multiples), faisant en sorte que le chercheur et l'objet de recherche soient indissociables, tel que précisé par Guba et Lincoln (1994) ainsi que

Tashakkori et Teddlie (1998). De plus, Robson (2002) et Thietart (2007) affirment que les résultats d'une recherche s'inscrivant dans le courant constructiviste ne pourraient être interprétés sans tenir compte des valeurs des individus. Fortin (2006) précise également que le contexte distinct de chaque situation risque de rendre la généralisation des résultats impossible, d'autant plus que les causes et les effets d'un phénomène ne pourraient être clairement distingués en raison de leur caractère unique et non prévisible. Dès lors, une logique inductive ainsi que des méthodes qualitatives devraient être employées dans le but de comprendre le sens des construits sociaux définissant la réalité de laquelle émanent ces phénomènes. Pour sa part, Malmi (2010) résume le constructivisme à une logique inductive, de laquelle émergent de nouvelles propositions, et même de nouvelles théories, basées sur les données empiriques recensées. En ce sens, le paradigme constructiviste cadre avec les objectifs de la présente recherche qui consistent à décrire et comprendre les techniques d'évaluation financière du capital humain, et ce, du point de vue des acteurs qui les utilisent. L'atteinte de ces objectifs passe alors inévitablement par la compréhension des construits sociaux qui sous-tendent les techniques d'évaluation utilisées dans le domaine pratique.

3.2 POSITIONNEMENT MÉTHODOLOGIQUE

Ainsi, la présente recherche, de nature qualitative inductive, s'inscrit dans le courant constructiviste et consiste en une étude descriptive exploratoire. Selon la classification de Fortin (2006), cette recherche peut à la fois s'inscrire dans le devis de l'étude descriptive simple et dans celui de l'étude de cas. En ce sens, l'étude descriptive simple consisterait alors à décrire le phénomène étudié, soit celui de l'évaluation financière du capital humain lors de la détermination de la valeur d'une entreprise. La description du phénomène étudié impliquerait également la définition de l'ensemble des concepts et des variables s'y rattachant, permettant ainsi de ressortir les liens les unissant. Quant au devis de l'étude de cas, celui-ci aurait l'objectif d'analyser, de façon complète et détaillée, le phénomène à la base de la recherche, soit celui de la prise en considération

de la valeur financière du capital humain en contexte d'évaluation d'entreprise, et ce, tel qu'il est vécu par les acteurs de ce domaine. Puisque les devis de nature descriptive peuvent s'inscrire dans plusieurs approches de recherche qualitatives, une analyse de ces approches s'avère essentielle afin de situer la recherche à l'intérieur d'un positionnement méthodologique adéquat.

3.2.1 Phénoménologie

La phénoménologie serait une des approches de plus en plus utilisées en contexte de recherche qualitative. Selon Husserl (1945, dans Aspers, 2010, p. 215), il s'agit d'une démarche de recherche qui se base sur l'étude des phénomènes, mais qui se distingue des autres approches par le fait qu'elle s'intéresse particulièrement à l'expérience subjective des individus étudiés. Les auteurs recensés (Aspers, 2010; Deschamps, 1993; Fortin, 2006; Hlady Rispal, 2002; Miles et Huberman, 2003; Robson, 2002) s'entendent pour dire que le phénoménologue ne se contenterait pas de décrire objectivement un phénomène, mais tenterait plutôt de comprendre celui-ci tel qu'il est vécu et interprété par les acteurs concernés. Selon Fortin (2006), le chercheur décrirait le phénomène étudié en fonction des significations que lui auraient donné les individus sondés. Il ne pourrait donc pas uniquement relater des faits, mais devrait plutôt obtenir la signification de ces derniers pour un certain groupe d'individus, en évitant d'interpréter lui-même le phénomène en question. Ainsi, la phénoménologie « s'appuie sur une description quasi naïve d'un phénomène quotidien, raconté du point de vue de celui qui le vit » (Hlady Rispal, 2002, p. 41). Le résultat attendu d'une approche phénoménologique consisterait donc à produire une description d'un phénomène par le biais de l'induction puisque la théorie aurait pour fondement les données recueillies empiriquement, ce qui pourrait être intéressant pour la présente recherche. De plus, il semble que l'approche phénoménologique s'inscrive dans le courant constructiviste selon lequel il n'existe pas de réalité unique. En effet, tel que le précise Aspers (2010), la phénoménologie prendrait sa source dans l'être humain qui joue un rôle spécial dans la création du monde, et donc de la réalité. Ainsi, tant les constructivistes que les

phénoménologues semblent considérer la réalité comme étant un ensemble de construits sociaux propres aux individus qui la composent. La présente recherche s'inscrivant dans la logique constructiviste, il pourrait être adéquat d'envisager l'utilisation de cette approche méthodologique. Par contre, considérant le fait que cette recherche exploratoire porte principalement sur l'identification et la description des éléments pris en considération lors de l'évaluation financière du capital humain, il semble ne pas y avoir de concordance entre l'objectif poursuivi dans une approche phénoménologique par rapport aux objectifs de cette recherche. En effet, le phénoménologue tenterait plutôt de comprendre ce que signifie l'expérience liée au processus d'évaluation, telle que vécue par les acteurs de ce domaine, ce qui ne correspond vraisemblablement pas à l'objectif initialement poursuivi par cette recherche.

3.2.2 Ethnographie

Cette approche méthodologique semble partager quelques-unes des caractéristiques de l'approche phénoménologique puisqu'elle a également pour objectifs la description et la compréhension d'un phénomène donné. Tel que précisé par Miles et Huberman (2003), l'ethnographie tend habituellement vers l'étude descriptive, mais pousse l'analyse plus loin en prenant en considération l'aspect social entourant le phénomène étudié. Selon Fortin (2006) et Robson (2002), l'ethnographe s'intéresserait davantage à la culture ainsi qu'aux structures sociales régissant un groupe d'individus et définissant, par le fait même, leur expérience d'un phénomène vécu. En ce sens, l'ethnographie « a un caractère plus étendu que la phénoménologie du fait que les expériences et les actions sont considérées dans un contexte culturel et environnemental défini » (Aamodt, 1991, dans Fortin, 2006, p. 234). Considérant le fait que la problématique managériale de la présente recherche ne porte pas sur l'analyse des structures sociales propres à un groupe culturel précisément défini, l'ethnographie ne semble pas constituer une approche méthodologique envisageable.

3.2.3 Recherche-action

Comme la définissent Greenwood et Levin (1998) et Prévost (1996), la recherche-action est une approche de recherche de laquelle émerge une recommandation visant l'amélioration d'une situation problématique identifiée dans la pratique. Selon Hlady Rispal (2002) et Prévost (1996), le chercheur et les acteurs sont appelés à travailler ensemble pour élaborer et appliquer une solution devant pallier aux lacunes identifiées, pour ensuite évaluer les résultats de la nouvelle mesure mise en place. Toutefois, la recherche-action ne résiderait pas uniquement dans la résolution de problèmes réels. Celle-ci permettrait également de produire des connaissances nouvelles en rapport avec la transformation de la situation observée. Tel que mentionné par Greenwood et Levin (1998), la recherche-action conjuguerait à la fois l'action, en lien avec la recherche appliquée, et la pensée, rejoignant ainsi la recherche fondamentale. Ces mêmes auteurs considèrent également que le chercheur se doit de participer activement au processus de recherche-action en collaboration avec les acteurs du milieu pratique. Cependant, le but premier de la présente recherche ne réside pas dans la résolution collégiale d'un problème pratique de gestion. Il semblerait donc inadéquat de considérer la recherche-action parmi les approches méthodologiques envisagées.

3.2.4 Méthodologie des systèmes souples

Cette approche méthodologique s'inscrit dans une logique semblable à celle de la recherche-action puisqu'elle vise également l'élaboration et la mise en œuvre de meilleures pratiques dans un domaine donné. Mais plus précisément, la méthodologie des systèmes souples permettrait aux principaux acteurs concernés d'être directement impliqués dans un cycle continu d'apprentissage ayant pour objectif ultime l'amélioration de leur situation, tel que précisé par Checkland (1995). Il s'agirait donc de déterminer quels seraient les changements devant être apportés pour améliorer une situation donnée et de les inculquer aux acteurs concernés. Selon Clegg et

Walsh (1998) ainsi que Prévost (2008), le processus suivi aurait pour principal objectif de comparer la situation réelle à une conception théorique de la situation optimale, dans le but premier de planifier le changement au sein d'un contexte social jugé inadéquat. Dès lors, puisque l'objectif principal de la présente recherche ne porte pas sur la planification, ni sur l'implantation, d'un changement social, la méthodologie des systèmes souples ne sera pas considérée parmi les approches méthodologiques envisagées.

3.2.5 Théorie enracinée

Tout comme les approches de recherche inductive présentées précédemment, la théorie enracinée a pour objectif la théorisation de phénomènes sociaux à la suite de l'analyse de données empiriques. Toutefois, ce qui distingue cette approche des autres réside notamment dans le fait que la théorie émerge des données recueillies auprès des acteurs étudiés, tel que précisé par bon nombre d'auteurs consultés dont Fortin (2006), Hlady Rispal (2006), Robson (2002), Strauss et Corbin (s.d.) et Thietart (2007). À l'inverse des autres approches, qui tenteraient d'appliquer un modèle théorique à un phénomène pratique, la théorie enracinée procéderait à l'analyse d'un phénomène pratique pour ultimement élaborer une théorie explicative de celui-ci.

Grounded theory is a general methodology for developing theory that is grounded in data systematically gathered and analyzed. Theory evolves during actual research, and it does this through continuous interplay between analysis and data collection (Strauss et Corbin, s.d., p. 273)²⁵.

Selon cette approche, il serait donc essentiel que l'analyse des données empiriques soit réalisée à mesure que celles-ci sont recueillies, ce qui permettrait, d'une part, de théoriser le phénomène étudié et, d'autre part, de réorienter la collecte de données en

²⁵ La théorie enracinée est une méthodologie générale visant le développement d'une théorie qui est enracinée dans les données systématiquement recueillies et analysées. La théorie évolue durant la recherche actuelle et cela se produit grâce à une interaction entre l'analyse et la collecte de données (traduction libre).

fonction de la théorie qui en émerge. Selon Paillé (1994), l'analyse par théorisation enracinée peut être réalisée par le biais de six étapes, soit la codification, la catégorisation, la mise en relation, l'intégration, la modélisation et la théorisation. Le but ultime de cette démarche serait donc d'établir une théorie fondée sur divers contextes et situations étudiés à même le milieu pratique, et fournissant des explications sur différents modèles réels d'action. Selon Robson (2002), la collecte de données serait habituellement réalisée par le biais d'entretiens, mais pourrait également prendre la forme d'analyse de sources documentaires ou d'observations participantes et non participantes; le but recherché étant toujours d'enraciner la théorie dans la réalité vécue par les acteurs du milieu étudié. Le chercheur devrait donc mettre en œuvre un « processus itératif avec des allers-retours entre les données, les analyses et les théories » (Thietart, 2007, p. 147). Ainsi, l'analyse des données débiterait dès le commencement de la collecte de celles-ci et se poursuivrait, de façon simultanée, tout au long du processus. Ce dernier évoluerait donc à mesure des découvertes effectuées par le chercheur. En ce sens, l'essentiel d'une théorie enracinée reposerait sur le fait que celle-ci serait « construite et validée simultanément par la comparaison constante entre la réalité observée et l'analyse en émergence » (Paillé, 1994, p. 150). La théorie développée serait, en ce sens, enracinée dans la réalité. Dès lors, il serait fort intéressant d'envisager l'utilisation de cette approche dans le cadre de la présente recherche, puisque la problématique managériale porte principalement sur les méthodes d'évaluation du capital humain telles qu'elles sont utilisées en pratique. Considérant de plus l'inexistence de modèles théoriques applicables à l'évaluation financière de ce type d'actif incorporel, il serait pertinent d'élaborer un modèle descriptif de ce processus à partir des données recueillies auprès des acteurs du domaine de l'évaluation.

3.2.6 Étude de cas

Selon Yin (1997), l'étude de cas débute par le fait de recueillir des données auprès d'acteurs agissant dans un contexte particulier, une situation donnée, une organisation

précise, de manière à baser la recherche sur les pratiques d'un domaine spécifiquement identifié. L'étude de cas représenterait donc « la position extrême où le champ d'investigation est le moins construit, donc le plus réel, le moins limité, donc le plus ouvert, et le moins manipulable, donc le plus incontrôlé » (Goyette, Boutin, Lessard-Hébert, 1997, p. 111). Selon Yin (1997), la collecte de données devrait être réalisée par le biais de différentes techniques telles que l'entrevue, l'observation et l'analyse de documents divers, pour ne nommer que celles-ci. Yin (1997) et Hlady Rispal (2002) précisent que toutes les informations ainsi recueillies devraient éventuellement permettre d'expliquer comment et pourquoi les événements à l'étude se produisent. Ainsi, l'analyse des données obtenues par le biais de l'étude de cas conduirait à la théorisation du phénomène social étudié, produisant ainsi un modèle qui pourrait ensuite être validé par l'entremise de son application à d'autres cas similaires.

Bien qu'il soit possible de croire que l'étude de cas a pour unique fondement les informations provenant de la pratique, Yin (1997) et Hlady Rispal (2002) précisent qu'il est tout de même essentiel de débiter l'étude de cas par quelques propositions théoriques. En ce sens, ces propositions devraient d'abord permettre d'orienter le chercheur dans la conception initiale de la recherche, pour ensuite être revues et corrigées à chaque étape de l'étude de cas. Toujours selon Yin (1997), cette approche de recherche pourrait porter sur un seul cas (étude de cas unique) ou sur plusieurs (étude de cas multi-sites). Il serait également possible qu'une étude de cas porte sur un seul individu, un groupe d'individus, une communauté, un groupe social, une organisation ou institution, ainsi que sur des événements, des rôles et des relations, tel que le souligne Robson (2002).

De plus, plusieurs techniques ou méthodes d'analyse ont été élaborées pour permettre de tirer des conclusions à partir d'une étude de cas. Selon Yin (1997), l'étude de cas pourrait non seulement être appliquée à une recherche exploratoire, elle pourrait également être employée dans le but de tester une théorie, existante ou nouvellement élaborée, en l'appliquant à divers autres cas. Cette méthode porte le nom de *pattern*

matching et partage plusieurs similitudes avec d'autres méthodes, telle que celle des *patterns of behaviour* élaborée par Nieto et Pérez (2000). Ainsi, le *pattern matching* et ses dérivés seraient soutenus par une logique de réplication puisque la validation de propositions théoriques de départ reposerait sur un processus de comparaison. Suivant alors cette logique, les études de cas du *pattern matching* s'inscriraient davantage dans le courant positiviste, sans toutefois exclure les approches constructivistes. L'étude de cas demeure une approche envisageable pour la présente recherche.

3.2.7 Positionnement méthodologique retenu

Considérant que chacune des approches méthodologiques applicables en contexte de recherche qualitative se distingue des autres par une stratégie de recherche qui lui est propre, il importe d'effectuer un choix permettant de positionner adéquatement la présente recherche. Globalement, il semble que les approches présentées précédemment partagent plusieurs similitudes. Tout d'abord, ces approches ont en commun leur principe conducteur qui consiste à analyser des données empiriques en lien avec un phénomène social observé dans la réalité. De plus, ces approches méthodologiques amèneraient le chercheur à comparer une réalité observée à son équivalent théoriquement optimal, lui permettant alors de mieux comprendre les phénomènes sociaux grâce à l'analyse des données empiriquement recueillies. Par contre, chaque approche semble faire état d'une démarche de recherche qui lui est propre. En ce sens, les applications ainsi que les résultats attendus de la recherche seront différents d'une approche à l'autre.

Considérant la problématique de la présente recherche portant sur l'évaluation financière du capital humain, les approches phénoménologique et ethnographique ne semblent pas correspondre aux objectifs poursuivis puisque cette recherche ne porte pas sur la compréhension des significations que les acteurs attribuent au processus d'évaluation du capital humain, qu'elles soient dictées par des structures sociales ou non. Pour ce qui est de la recherche-action et de la méthodologie des systèmes souples,

l'objectif premier de ces approches étant d'enclencher un processus de changement organisationnel, il appert que ces approches ne permettraient pas de répondre à la problématique managériale à la base de cette recherche. Finalement, la théorie enracinée semble constituer une approche méthodologique intéressante, tout comme celle de l'étude de cas. Puisque ces deux approches partagent de nombreuses caractéristiques communes, l'utilisation de l'une n'exclurait pas systématiquement l'utilisation de l'autre. Toutefois, considérant le caractère exploratoire de cette recherche ainsi que l'inexistence d'un modèle reconnu ou d'une théorie financière validée pour l'évaluation du capital humain, il appert que le positionnement méthodologique principal de la recherche correspond davantage aux caractéristiques de la théorie enracinée. En effet, l'objectif principal de la recherche consiste à décrire et comprendre l'impact, potentiellement financier, du capital humain dans le processus d'évaluation tel que mis en œuvre par les acteurs de ce domaine. Ainsi, la recherche n'a pas pour but de reproduire à plusieurs cas similaires le modèle descriptif émanant des données collectées, puisque les informations provenant de chaque profil de répondants ont été traitées distinctement, et ce, en fonction de leur réalité respective. En ce sens, l'élaboration de modèles d'évaluation applicables à chaque profil de répondants par l'entremise de la théorisation enracinée pourrait être considérée comme une étape préalable à la réalisation d'une étude de cas visant à reproduire et/ou valider les modèles ainsi élaborés. De plus, tel que précisé à la section 3.3.3 portant sur la stratégie d'analyse des données, la codification des verbatim d'entrevues a été effectuée non pas en fonction d'un modèle prédéfini ou recensé dans la théorie, mais bien à partir des concepts émanant des propos tenus par les répondants, ce qui s'inscrit pleinement dans la logique de la théorisation enracinée.

3.3 STRATÉGIE MÉTHODOLOGIQUE

La stratégie méthodologique permet de définir la démarche qui a été suivie lors de l'exécution de la recherche. Il s'agit en fait d'identifier les diverses étapes réalisées qui ont permis de répondre à la problématique managériale élaborée précédemment, tout

en respectant l'approche méthodologique générale de la recherche, soit celle de la théorie enracinée. Ainsi, les pages qui suivent dressent une vue d'ensemble de la stratégie générale de la recherche et précisent la position adoptée en ce qui a trait à la stratégie d'échantillonnage, à la collecte et à l'analyse des données, aux résultats attendus, à la rigueur scientifique ainsi qu'aux considérations éthiques.

3.3.1 Stratégie d'échantillonnage

Préalablement à la collecte de données, il est essentiel de déterminer les caractéristiques de l'échantillon d'acteurs duquel les données seront recueillies. Selon Fortin (2006), l'échantillon provient tout d'abord d'une population cible. Pour les fins de la présente recherche, la population cible est constituée de l'ensemble des acteurs susceptibles de procéder régulièrement à l'évaluation financière de diverses entreprises pour lesquelles une valeur est, ou pourrait être, attribuée au capital humain. Toujours selon Fortin (2006), cette population doit ensuite être réduite à la population accessible qui représenterait la portion de la population cible que le chercheur peut atteindre. Dans le cadre de cette recherche, la population accessible se résume à l'ensemble des professionnels de l'évaluation d'entreprise actifs au Québec. Finalement, de la population accessible, un échantillon doit être sélectionné de manière à identifier la fraction de la population sur laquelle portera la recherche. Toutefois, pour être en mesure de constituer un échantillon adéquat, il est d'abord essentiel de définir de manière plus précise les critères ainsi que les techniques de sélection des participants.

3.3.1.1 Type d'échantillon

Avant de procéder au choix des participants, le chercheur doit définir le type d'échantillon qu'il souhaite constituer en fonction de l'approche de recherche préalablement déterminée. Pour ce faire, il faut d'abord définir les types d'échantillons pouvant être utilisés en contexte de recherche qualitative. Selon Pires (1997), plusieurs types d'échantillons seraient applicables en contexte qualitatif, tels que les échantillons

d'acteurs, de milieu (institutionnel ou géographique), événementiel, par contraste, par homogénéisation et par quête du cas négatif. À prime abord, il semble que la recherche actuelle nécessiterait le recours à un échantillon d'acteurs, composé des experts en évaluation, ou à un échantillon de milieu, faisant appel au domaine de l'évaluation d'entreprise. De plus, Fortin (2006), Robson (2002) et Thietart (2007) classent les méthodes d'échantillonnage en deux grandes catégories distinctes, soit les échantillons probabilistes, qui consistent à effectuer la sélection des participants de façon aléatoire, et les échantillons non probabilistes, qui consistent à réaliser cette sélection en fonction de caractéristiques précises connues dans la population. Selon Savoie-Zajc (1997), les recherches qualitatives s'inscrivant dans le courant constructiviste adopteraient habituellement les échantillons du type intentionnel, donc non probabilistes. Considérant le caractère exploratoire de la recherche et les caractéristiques particulières recherchées chez les répondants, il semble adéquat d'avoir en effet recours à une méthode d'échantillonnage non probabiliste. Selon Fortin (2006), l'échantillon typique, ou par choix raisonné, serait composé d'individus présentant un trait caractéristique typique du phénomène étudié, ce qui correspond le mieux aux besoins de la présente recherche.

3.3.1.2 Taille de l'échantillon

Le choix méthodologique ayant pour but de déterminer la taille de l'échantillon dépendrait fortement de l'approche de recherche retenue par le chercheur, soit l'approche de la théorie enracinée dans le cas présent.

Le critère souvent utilisé dans une pareille forme de recherche est celui de la saturation théorique [...], c'est-à-dire que l'ajout de nouvelles données ne sert plus à améliorer la compréhension que l'on a du phénomène (Savoie-Zajc, 1997, p. 274).

Cela signifie donc que la taille de l'échantillon ne peut être déterminée à l'avance. En fait, l'approche de la théorie enracinée exigerait plutôt que le chercheur analyse les

données à mesure que celles-ci sont recueillies. Comme le précisent Corley et Gioia (2004), il s'agit d'un processus qui évolue en fonction de multiples allers et retours entre la collecte et l'analyse des données, jusqu'à ce que les données recueillies ne fournissent plus aucune nouvelle information. C'est à ce moment que le point de saturation théorique serait atteint. Donc, tant et aussi longtemps que le chercheur collecte de nouvelles données, menant à de nouvelles analyses, le nombre de participants inclus dans l'échantillon devrait augmenter. Considérant que la présente recherche s'inscrit dans l'approche de la théorie enracinée, la collecte de données s'est poursuivie jusqu'à l'obtention de la saturation théorique, tel que précisé subséquemment à la section 3.3.1.4.

3.3.1.3 Caractéristiques recherchées et stratégie de recrutement

La réflexion précédente quant à la sélection d'un échantillon permet de définir les caractéristiques requises des participants à la recherche. « Les répondants sont choisis, car ils sont réputés avoir une expertise pertinente par rapport à l'objet d'étude et ils sont capables de verbaliser celle-ci » (Savoie-Zajc, 1997, p. 274). En ce sens, les participants sélectionnés pour faire partie de l'échantillon sont des acteurs du domaine de l'évaluation d'entreprise, exerçant une profession qui les amène à procéder régulièrement à de telles évaluations. Ainsi, la sélection des participants fut d'abord effectuée en fonction de critères professionnels. Les participants sont donc experts en évaluation d'entreprises (EEE), analystes financiers, gestionnaires de portefeuilles ou tout autre responsable de l'évaluation d'entreprise au sein de l'organisation qui les emploie. Puis la sélection des participants s'est ensuite poursuivie en ciblant précisément trois grands types d'organisations, considérées comme étant davantage susceptibles de procéder fréquemment à des évaluations d'entreprises. Ainsi, les répondants s'inscrivent tous dans un des trois profils ciblés. Le premier profil est celui des cabinets comptables, au sens large du terme (désigné comme étant le profil CC). Les répondants appartenant au profil CC sont donc des professionnels de l'évaluation œuvrant majoritairement en cabinets comptables, mais également dans des cabinets de

services professionnels ou tout simplement à leur propre compte. Ces répondants détiennent certains titres professionnels, soit celui d’EEE ou celui de Comptable professionnel agréé (CPA) ou les deux. Le deuxième profil analysé est celui du capital de développement (désigné comme étant le profil CD). Les répondants de ce profil travaillent au sein d’organismes locaux de développement économique et occupent la fonction d’analyste financier ou son équivalent. Finalement, le troisième profil est celui des gestionnaires de fonds (désigné comme étant le profil GF). Les répondants inclus dans le profil GF pratiquent leur profession pour le compte de société de capital investissement de grande envergure, pour lesquelles ils ont la responsabilité de gérer des portefeuilles à titre de directeurs ou de conseillers à l’investissement.

Pour ce qui est de la stratégie de recrutement de ces participants, il importe de préciser que les sociétés ciblées par la présente recherche sont pour la plupart composées d’un nombre important de professionnels correspondant aux caractéristiques des répondants recherchés. Essentiellement, le recrutement des participants fut réalisé par l’entremise de contacts directs, effectués par courriels auprès des personnes occupant les postes et les fonctions préalablement définies au sein des organisations ciblées dans chacun des trois profils identifiés.

3.3.1.4 Présentation des participants

En respect des choix méthodologiques effectués dans la stratégie d’échantillonnage, cette section présente les caractéristiques des participants de chaque profil. Au total, 43 professionnels ont participé à la recherche.

Tout d’abord, sur les 10 participants appartenant au profil CC, neuf travaillent au sein d’un cabinet comptable et un est à son compte. Quant à l’emplacement géographique, six répondants exercent leur profession dans un grand centre urbain, alors que quatre le font en région. Les 10 répondants occupent tous une fonction d’expert en évaluation d’entreprise. De plus, sept répondants détiennent le titre d’EEE (ou son équivalent

anglophone, soit *Chartered Business Valuator (CBV)*), et neuf détiennent le titre de CPA. La clientèle des répondants est très diversifiée et se compose majoritairement de petites et moyennes entreprises (PME) œuvrant dans une multitude de secteurs d'activité, tels que le manufacturier, le service, la distribution, l'agriculture, le divertissement et les technologies de l'information. Le chiffre d'affaires annuel moyen de ces entreprises se situe habituellement entre 500 000 \$ et 50 millions de dollars. Lors du codage des informations collectées, un retour sur les premières entrevues a été réalisé suite à la troisième entrevue, de manière à recoder celles-ci en fonction des thèmes ayant émergé par après. Toutefois, peu de nouveaux thèmes ont été identifiés par la suite et la saturation théorique a été atteinte à la sixième entrevue.

Ensuite, sur les 12 participants appartenant au profil CD, 10 travaillent au sein d'un organisme de financement municipal ou régional, un dans un organisme de niveau provincial et un dans un organisme de niveau fédéral. Ce type d'organismes de financement inclut notamment les Sociétés d'aide au développement des collectivités (SADC), les Centres locaux de développement (CLD), les Municipalités régionales de comté (MRC) et d'autres organismes régionaux affiliés aux gouvernements du Québec et du Canada. En ce qui concerne l'emplacement géographique, un seul répondant est situé dans un grand centre urbain, alors que les onze autres sont situés en région. Les 12 répondants occupent tous le poste d'analyste financier ou un poste similaire. Aucun répondant ne détient de titre professionnel. La clientèle cible des répondants du profil CD est constituée de PME dont le chiffre d'affaires dépasse rarement les 10 millions de dollars. Ces entreprises œuvrent dans pratiquement tous les secteurs d'activités, à l'exclusion des domaines liés à la religion, aux jeux de hasard, aux débits de boisson et aux activités à connotation sexuelle. Bien qu'une majorité de la clientèle des répondants du profil CD œuvre dans le domaine manufacturier, plusieurs entreprises sont également présentes dans plusieurs autres secteurs, notamment dans le service, le commerce de détail, la distribution, le tourisme, l'agro-alimentaire, l'économie sociale et parfois même les activités menées par des organismes à but non lucratif (OBNL). Le financement offert à la clientèle prend

habituellement la forme de prêts et/ou de subventions, allant de quelques milliers de dollars jusqu'à un maximum d'environ 300 000 \$. Les sommes allouées peuvent servir à diverses fins, notamment le financement de projets de démarrage, d'expansion, de relèvement ou de redressement d'entreprises. Lors du codage des données recueillies, un retour sur les premières entrevues a été réalisé suite à la cinquième entrevue. Une fois de plus, peu de nouveaux thèmes ont été identifiés par la suite et la saturation théorique a été atteinte à la septième entrevue.

Finalement, tous les 21 participants appartenant au profil GF travaillent au sein d'une société de capital investissement, dont 16 sont situées dans un grand centre urbain et cinq en région. À titre d'exemples, parmi les sociétés de capital investissement visées par la présente recherche figurent notamment Investissement Québec, Fondation CSN, Fonds de solidarité FTQ, Desjardins Capital, BDC Capital ainsi que la Caisse de dépôt et placement du Québec. Les 21 répondants occupent tous une fonction de directeur d'investissement, ou un poste semblable. De plus, un seul répondant détient le titre d'EEE, quatre détiennent le titre de CPA, et un détient le titre de *Chartered Financial Analyst* (CFA). Hormis les domaines liés à des activités potentiellement illicites, les entreprises composant la clientèle des répondants du profil GF œuvrent dans tous les secteurs d'activité, dont le manufacturier et le service. Plusieurs répondants de ce profil sont également spécialisés dans les domaines d'activités innovantes et technologiques, tels que l'aéronautique, la défense (militaire et nucléaire), la santé, l'environnement, l'énergie (plus spécifiquement les technologies propres ou *cleantech*), les technologies de l'information et les télécommunications. De plus, la clientèle cible de ces répondants est très diversifiée, allant de la très petite entreprise à la grande PME et même jusqu'à la grande entreprise. Le chiffre d'affaires annuel moyen de ces entreprises se traduit en dizaines de millions de dollars. Quant au type de financement offert par de telles sociétés de capital investissement, celui-ci peut prendre la forme d'équité, de quasi-équité ou de dette, dont les sommes varient habituellement entre 500 000 \$ et 5 millions de dollars. Quelques financements de plus grande envergure peuvent également atteindre plusieurs dizaines de millions de dollars.

À l'étape du codage des informations collectées, un retour sur les premières entrevues a été réalisé suite à la sixième entrevue et la saturation théorique a été atteinte à la quatorzième entrevue.

3.3.2 Méthode de collecte de données

La méthode de collecte de données devrait également être déterminée en fonction de l'approche générale de la recherche. Selon Goyette *et al.* (1997) ainsi que Robson (2002), trois catégories de méthodes de collecte de données seraient appropriées en contexte de recherche qualitative, soit l'enquête orale ou écrite, l'observation et l'analyse documentaire. Robson (2002) précise également que l'entrevue serait la méthode la plus couramment utilisée lorsque la recherche s'inscrit dans l'approche de la théorie enracinée. En ce sens, l'enquête orale, sous forme d'entretien ou d'entrevue, semble répondre aux objectifs de la présente recherche.

Les recherches [par entrevues] s'intéressent surtout aux expériences de vie, aux institutions et aux pratiques sociales en général. [...] Chaque individu est moins le porteur d'un sous-système de valeurs qu'un *informateur* au sens strict du terme : on a besoin de lui pour obtenir certains renseignements sur l'objet. Il s'agit alors de connaître son point de vue sur le déroulement des faits ou le fonctionnement d'une institution ou de le saisir à travers sa propre expérience; de rendre compte de ses sentiments et perceptions sur une expérience vécue; d'avoir accès aux valeurs d'un groupe ou d'une époque qu'il connaît à titre d'informateur clé, etc. Bien sûr, le chercheur se réserve toujours le droit d'aller au-delà de l'information donnée par chaque informateur, de la contextualiser convenablement, de la confronter à d'autres faits et de la traiter de façon critique. Mais un tel choix méthodique implique quand même qu'on s'intéresse moins à ce que l'interlocuteur croit qu'à ce qu'il sait, ou *croit savoir*, pour l'avoir directement vécu ou observé (Pires, 1997, p. 181-182).

Ainsi, la richesse des informations pouvant être obtenues de telles entrevues représente une source de données d'une importance capitale. Cette méthode de collecte de données cadre donc avec le processus inductif de découvertes et d'élaboration de

connaissances mis en œuvre dans la réalisation de cette recherche. Tel que le précise Fortin (2006), selon la rigidité du protocole d'entrevue, cette dernière peut être dirigée, semi-dirigée ou non dirigée. Dans un contexte de découvertes, l'entrevue semi-dirigée représente une méthode de collecte de données flexible, en ce sens qu'elle peut être adaptée aux diverses personnes et situations que le chercheur tente d'analyser.

L'entrevue semi-dirigée consiste en une interaction verbale animée de façon souple par le chercheur. Celui-ci se laissera guider par le flux de l'entrevue dans le but d'aborder, sur un mode qui ressemble à celui de la conversation, les thèmes généraux sur lesquels il souhaite entendre le répondant, permettant ainsi de dégager une compréhension riche du phénomène à l'étude (Savoie-Zajc, 1997, p. 266).

Ainsi, le fait de définir une structure de base pour le déroulement de l'entrevue permettrait d'orienter les discussions, sans toutefois restreindre le chercheur et le participant à une série de questions fixes. L'entrevue semi-dirigée permettrait alors la collecte d'informations d'une grande richesse puisque les acteurs interrogés pourraient verbaliser des aspects non observables directement par le chercheur. Selon Hlady Rispal (2002), cette méthode serait à privilégier dans un cadre exploratoire puisque l'interaction entre le chercheur et le répondant risquerait d'amener celui-ci à développer davantage le fond de sa pensée. Pour toutes ces raisons, la collecte des données a été réalisée par le biais d'une seule entrevue par participant. Cette entrevue individuelle, de type semi-dirigée, avait pour but de recueillir toute l'information nécessaire au recensement des méthodes d'évaluation utilisées, s'il y a lieu, lors de la détermination de la valeur financière du capital humain par les professionnels du domaine de l'évaluation appartenant à chacun des trois profils, en plus d'identifier et de valoriser les facteurs de création de valeur y étant rattachés.

De plus, considérant le caractère exploratoire de la recherche, il aurait été pertinent de consulter les données traitant de l'évaluation financière du capital humain consignées dans des dossiers par les acteurs de ce domaine, de manière à réaliser une analyse documentaire à titre de méthodes de collecte de données. Les données secondaires ainsi

recueillies auraient pu permettre de consolider les informations transmises par les répondants lors de l'entrevue. Toutefois, aucun répondant n'a accepté de donner accès à un ou plusieurs dossiers complets. Afin de pallier à cette limitation, tous les répondants ont été questionnés, lors de l'entrevue, sur le contenu de leur dossier ainsi que sur les informations consignées en lien avec le capital humain. Ainsi, les répondants du profil CC n'ont fourni aucune documentation en lien avec l'évaluation d'entreprises clientes; leurs règles déontologiques leur interdisant la divulgation d'informations confidentielles ayant trait à leurs clients. De plus, ces répondants ont tous précisé qu'aucune information directement liée à l'évaluation financière du capital humain n'était consignée dans leur dossier. Pour les mêmes raisons, les répondants du profil CD n'ont pas donné accès à leurs dossiers. Finalement, les répondants du profil GF ont fourni quelques documents, principalement en lien avec leur clientèle, leur démarche d'évaluation ainsi que leurs principaux critères d'analyse. Entre autres, ces documents ont permis de confirmer les propos tenus par les répondants quant aux caractéristiques du capital humain étant pris en considération dans leurs analyses. Toujours par souci de confidentialité, aucun dossier complet n'a été consulté pour ce profil.

3.3.2.1 Choix d'un outil de collecte de données

Bien que l'entrevue semi-dirigée ne soit pas régie par un protocole fixe, il est tout de même essentiel de structurer les sujets devant faire l'objet de discussions avec le participant.

Soit le chercheur mène une série d'entretiens de façon systématique et délibérée avec différents sujets à des fins de comparaison, soit il utilise les entretiens de façon heuristique et émergente à des fins d'accumulation de la connaissance sur un domaine. Dans la première démarche, le chercheur utilisera un même guide pour l'ensemble des entretiens qui seront semi-directifs. Dans la seconde démarche, le chercheur visera une progression dans sa question de recherche. Il peut alors recourir à des entretiens d'abord peu structurés avec une remise en cause permanente de sa problématique permettant aux sujets de participer à l'orientation de

la recherche, puis pratiquer par la suite des entretiens semi-directifs sur des thèmes plus précis (Thietart, 2007, p. 242).

Considérant l'approche méthodologique retenue, soit celle de la théorie enracinée, le recours à un protocole d'entrevue standard pour débiter le processus de collecte de données est conforme à la façon de faire préconisée dans cette approche. Tel que le précisent Corley et Gioia (2004), il serait tout à fait normal d'avoir recours à un seul protocole général d'entrevue pour l'ensemble des participants lorsque la recherche s'inscrit dans l'approche de la théorie enracinée. Selon ces auteurs, plus la recherche progressera, plus le protocole d'entrevue se concentrera sur les thèmes et les sujets émergents dans la collecte de données antérieure. En ce sens, la structure de l'entrevue suit un ordre logique permettant de débiter par des questions plus générales, pour ensuite orienter la discussion vers des thèmes plus précis. Selon Savoie-Zajc (1997), l'entrevue semi-dirigée devrait normalement être composée de trois parties principales. La première partie serait désignée comme étant l'accueil et comporterait une mise en contexte de la recherche réalisée, en plus de quelques questions d'ordre général. La deuxième partie consisterait en l'entrevue proprement dite et traiterait des thèmes faisant l'objet de la recherche. La troisième et dernière partie devrait permettre la clôture de l'entrevue, notamment en remerciant le répondant pour sa participation. Pour sa part, Hlady Rispal (2002) décortique davantage les différentes composantes de l'entrevue et propose plutôt quatre phases de déroulement de cette dernière. Selon cet auteur, l'entrevue devrait débiter par la phase d'introduction permettant de mettre le répondant en confiance. Le chercheur aborderait ensuite quelques thèmes principaux de la recherche dans la phase de centrage, permettant de diriger l'entrevue vers l'objet principal de la recherche. Cette phase visant l'immersion du répondant dans le thème d'intérêt du chercheur se nommerait l'approfondissement. Puis l'entrevue se terminerait par la phase de conclusion dans laquelle le chercheur effectuerait une synthèse des thèmes abordés et s'assurerait que tous ces derniers ont été suffisamment traités. La structure de Hlady Rispal (2002) fut retenue pour la présente recherche. Étant plus élaborée, cette structure a permis une meilleure fluidité dans l'entrevue.

De plus, la nature et le type des questions devant figurer dans le guide d'entrevue ont aussi dû être déterminés. Selon Fortin (2006), il existe trois sortes de questions, soit les questions ouvertes, les questions fermées et les questions semi-structurées. Les questions ouvertes ne donnent aucun choix de réponse, laissant ainsi la liberté au répondant de formuler la réponse qu'il juge la plus appropriée. À l'opposé, les questions fermées proposent un choix limité de réponses et le répondant ne peut sortir du cadre imposé. Enfin, les questions semi-structurées offrent également un choix de réponse, mais le répondant n'y est pas limité. Toujours selon Fortin (2006), l'entrevue de type semi-dirigée comporterait majoritairement des questions ouvertes, ce qui permettrait au répondant de discuter librement des sujets abordés. Ces propos rejoignent ceux de Savoie-Zajc (1997) qui stipule également que les questions devraient être courtes, neutres et appropriées. De plus, Hlady Rispal (2002) souligne l'importance d'inclure des questions visant la relance du répondant sur un sujet donné ainsi que la confirmation des réponses formulées par celui-ci.

3.3.2.2 *Élaboration du guide d'entrevue*

L'entrevue sera donc réalisée en fonction de la structure élaborée à même le guide d'entrevue (présenté dans l'annexe F). Suivant les conclusions formulées dans la section précédente, le guide d'entrevue contient uniquement des questions ouvertes, bien que certains choix de réponses soient parfois proposés dans l'optique de fournir, au besoin, un support ou une nouvelle orientation dans la discussion. Ces questions sont réparties en quatre sections.

1. Ouverture : Cette première série de questions vise à établir le profil de l'expert faisant l'objet de l'entrevue, ainsi que de l'organisation pour laquelle il travaille;
2. Mise en contexte : Les questions contenues dans cette section portent sur les méthodes traditionnelles d'évaluation utilisées lors de la détermination de la valeur d'une entreprise dans son ensemble;
3. Approfondissement : Tout d'abord, une série de questions portent précisément sur l'évaluation financière du capital humain et donc sur les méthodes d'évaluation employées dans ce contexte. Par la suite, une autre série de questions portent sur l'identification des facteurs de création de valeur, ainsi que

sur les techniques utilisées dans le but de leur attribuer une valeur et/ou de les inclure à même le processus d'évaluation d'entreprise;

4. Conclusion : Cette section permet de clore la discussion et de confirmer le niveau d'importance accordée au capital humain par les experts en évaluation d'entreprises.

3.3.2.3 *Suivi des réflexions et des constatations*

Comme le soulignent Corbin et Strauss (2015), la façon dont le chercheur perçoit son projet de recherche évolue à mesure que celui-ci progresse. Dès lors, afin de conserver une trace de l'évolution et/ou de la stagnation des réflexions et constatations émanant des différentes étapes de la recherche, il fut essentiel d'avoir recours au journal de bord, aux notes prises sur le terrain ainsi qu'aux mémos liés au codage des données. La distinction entre ces trois outils de travail du chercheur n'est pas toujours évidente, ce qui expliquerait que certains utilisent un seul et même fichier pour consigner l'ensemble de ces informations. Selon Corbin et Strauss (2015), le chercheur risquerait d'être influencé par ses expériences personnelles et professionnelles, ses biais ainsi que ses suppositions quant aux résultats potentiels de sa recherche. Ainsi, par la tenue d'un journal de bord, le chercheur serait en mesure de produire une autoréflexion lui permettant alors de distinguer ses impressions personnelles des résultats découlant de la collecte de données. Pour la présente recherche, le journal de bord a permis de prendre nos distances quant à l'objet de la recherche, en plus de fournir une référence quant à l'évolution de notre conception de celui-ci. Pour ce qui est des notes prises sur le terrain, Corbin et Strauss (2015) précisent qu'elles devraient permettre au chercheur de noter les observations qu'il fait lors de sa collecte de données, de manière à conserver les informations obtenues autrement que par la méthode principale de collecte de données. En ce sens, la prise de notes a été utilisée dans la recherche afin de recueillir les informations découlant de la consultation de certains documents présentés par les répondants, ainsi que pour tout autre fait observé lors de la réalisation des entrevues. Quant aux mémos, Creswell (2013) stipule qu'ils sont habituellement employés à l'étape du codage des données, dans le but d'écrire les idées du chercheur quant aux liens ou relations unissant potentiellement divers concepts et qui émaneraient

lors de cette étape. « Les mémos expriment toujours une intention de conceptualisation. [Ils] ne se contentent pas de rapporter des données, mais relient les différents éléments de données ou montrent qu'un élément spécifique illustre un concept général » (Miles et Hubermann, 2003, p. 140). Ainsi, considérant l'évolution de la recherche tout au long de la collecte et du codage des données, le recours aux mémos a permis de capturer cette évolution et de conserver une trace de celle-ci en vue d'une consultation ultérieure. Patton (2002, dans Corbin et Strauss, 2015) précise d'ailleurs que ces conceptualisations des données risqueraient d'être oubliées par le chercheur si elles ne sont pas consignées immédiatement, d'autant plus qu'il n'y aurait alors aucune garantie qu'elles referaient surface dans l'esprit du chercheur.

3.3.3 Stratégie d'analyse des données

Afin d'être en mesure de procéder à l'analyse des données recueillies par entrevues, il fut d'abord nécessaire de retranscrire chacune de celles-ci en prenant soin de codifier les informations personnelles pour éviter l'identification des participants. La recherche étant de nature qualitative inductive, la stratégie d'analyse permettant de répondre adéquatement à la problématique managériale est l'analyse de contenu. Toutefois, cette stratégie d'analyse a dû être adaptée au contexte particulier de l'approche de la théorie enracinée. Considérant le caractère exploratoire de la recherche, aucune théorie s'appliquant précisément à l'évaluation financière du capital humain n'a pu être recensée. Il était donc inadéquat de déterminer à l'avance les thèmes, ou unités, devant être soumis à l'analyse, d'autant plus que l'approche de la théorie enracinée doit plutôt permettre l'émergence de nouvelles théories à partir des données empiriquement recueillies, et non l'inverse. En s'inspirant des particularités de cette approche de recherche développée par Strauss et Corbin (1998), Robson (2002) présente les sortes de codage, soit le codage ouvert (*open coding*), le codage axial (*axial coding*) et le codage sélectif (*selective coding*). Ces types de codages ont été appliqués aux données obtenues lors des entrevues réalisées dans la présente recherche. Tout d'abord, le codage ouvert a consisté à identifier différents thèmes ou catégories qui émanent des

informations contenues dans les retranscriptions d'entrevues; le nombre de thèmes ou de catégories n'étant pas limité. Pour Corley et Gioia (2004), les concepts ainsi élaborés porteraient le nom de concepts de premier niveau (*first order concepts*). Ensuite, le codage axial avait pour objectif de faire ressortir les relations et les liens entre les divers concepts préalablement identifiés, de manière à regrouper les concepts semblables sous un seul thème. Corley et Gioia (2004) parlent alors de thèmes de deuxième niveau (*second order themes*). Finalement, le codage sélectif a permis de positionner chacun des thèmes en fonction de leur dimension respective devant faire partie du modèle élaboré à partir des résultats de la recherche. Pour reprendre une fois de plus la terminologie employée par Corley et Gioia (2004), il s'agirait alors des dimensions agrégées (*aggregate dimensions*). Bien que ces différentes techniques de codage soient présentées une à la suite de l'autre, il ne s'agit pas d'un processus linéaire. Comme le précisent Corley et Gioia (2004) ainsi que Robson (2002), l'approche de la théorie enracinée se veut un processus itératif constitué d'allers et de retours entre les données, leur analyse et la théorie. Il en est de même pour les différents types de codage présentés ci-dessus et appliqués à la recherche. De plus, l'utilisation du logiciel QSR NVivo a permis l'application d'une méthode de travail structurée, en plus d'assurer un meilleur suivi dans la phase de codage des données recueillies.

3.3.4 Validité de la recherche (rigueur scientifique)

Pour que la stratégie d'analyse présentée ci-dessus permette l'obtention de résultats probants, il fut essentiel de s'assurer du respect d'un certain niveau de rigueur scientifique, et ce, tout au long de l'exécution de la démarche de recherche. Pour y parvenir, la recherche devait répondre aux critères de qualité en termes de fidélité, de validité de construit, de validité interne et de validité externe. Selon Fortin (2006), la fidélité serait étroitement liée à l'instrument de mesure utilisé dans la recherche, tandis que la validité ferait référence aux autres aspects du processus de celle-ci. Ainsi, « on apprécie d'abord la fidélité parce qu'elle entraîne la validité : si un instrument de mesure ne donne pas des valeurs constantes, il est en effet difficile d'en évaluer sa

validité » (Fortin, 2006, p. 291). Pour ce qui est de la validité, Fortin (2006), Robson (2002) et Thietart (2007) précisent que la validité interne fait habituellement référence au degré de confiance que l'on peut avoir quant à la pertinence et à l'adéquation des conclusions tirées de la recherche, tandis que la validité externe constitue la base de la généralisation des résultats obtenus à l'ensemble de la population concernée. Cependant, ces appellations seraient davantage utilisées en contexte de recherche quantitative s'inscrivant dans le paradigme du positivisme. Pour leur part, « les constructivistes substituent volontiers les termes de « fidélité », « validité de construit », « validité interne » et « validité externe » par ceux de « crédibilité », « transférabilité », « objectivité » et « confirmabilité » [...] » (Hirshman, 1986, dans Hlady Rispal, 2002, p. 100). En plus de fournir quelques précisions quant aux définitions des divers termes utilisés, les prochains paragraphes identifieront les principales menaces identifiées dans la présente recherche ainsi que les moyens utilisés pour limiter leur impact.

3.3.4.1 Crédibilité

La crédibilité correspond à la validité de construit ainsi qu'à la validité interne telles que définies dans le courant positiviste. Selon Thietart (2007), la crédibilité découlerait principalement de l'instrument de collecte de données ainsi que des aptitudes du chercheur à déterminer adéquatement ce qu'il désire observer, comment il y parviendra et pourquoi. Pour ce faire, le chercheur devrait élaborer un instrument de collecte de données lui permettant de mesurer précisément l'objet de son étude. Toutefois, en contexte constructiviste, « un débat demeure en matière de validité de l'entretien, qui pose la question de savoir s'il faut privilégier la précision de la mesure ou la richesse des informations obtenues » (Thietart, 2007, p. 278). Ainsi, selon l'approche de la théorisation enracinée, la théorie devrait émerger des données empiriquement recueillies et le fait d'utiliser un instrument de collecte se restreignant à des questions très précises risquerait de réduire considérablement la richesse des informations obtenues des répondants.

Malgré ce constat, il importe de ne pas négliger les menaces à la crédibilité présentes dans la recherche. Afin de limiter les effets de ces dernières, Thietart (2007) souligne l'importance de décrire et d'explicitier de manière détaillée la stratégie d'analyse ainsi que les outils d'analyse des données utilisés par le chercheur. Toujours selon cet auteur, le chercheur pourrait également réduire les risques associés à la crédibilité de la recherche en tentant d'atteindre la saturation du terrain ou, plus précisément, en procédant à la collecte de données jusqu'à ce que celle-ci ne procure plus aucune information nouvelle. De cette façon, le chercheur pourrait alors affirmer que les conclusions de son étude prennent en considération la totalité des informations pouvant avoir un impact sur l'objet de la recherche. Quant à Miles et Huberman (2003), tout comme Hlady Rispal (2002), ils mettent plutôt l'accent sur l'exactitude des informations recueillies auprès des acteurs interrogés. Selon ces auteurs, le chercheur pourrait minimiser les menaces ayant trait à la crédibilité de la recherche en s'assurant que les comptes-rendus des entretiens rapportent fidèlement les propos tenus par les répondants, notamment en demandant à ces derniers de valider l'exactitude de ceux-ci.

[La crédibilité de la recherche peut alors être augmentée par] l'utilisation, lors de la collecte des données, de diverses sources d'information (écrites, orales), de différentes méthodes d'enquête (questionnaire, entrevues, observation) et de divers informateurs, la référence à différentes sources de la littérature lors de la définition des concepts et de l'analyse des données et la remise de comptes-rendus d'entretiens aux principaux répondants donnant lieu à discussion en fin d'étude de cas pour chaque groupe de personnes étudié (Hlady Rispal, 2002, p. 102-103).

En ce sens, la crédibilité de la recherche pourrait alors être étayée par le fait de comparer plusieurs sources d'informations entre elles afin de s'assurer qu'aucune explication contradictoire ne viendrait réfuter les résultats de la recherche. Selon Hlady Rispal (2002) ainsi que Miles et Huberman (2003), une telle comparaison pourrait également se faire avec différents participants, différentes périodes de temps de collecte, différents instruments de mesure et différents fondements théoriques.

Pour ce qui est de la présente recherche, plusieurs moyens ont été mis en place afin de limiter l'impact des menaces à la crédibilité. Tout d'abord, la stratégie de recherche fut clairement élaborée. De plus, bien que la collecte de données ait été effectuée par le biais d'entrevues semi-dirigées, un guide d'entretien a été rédigé afin de s'assurer que les sujets abordés lors des entrevues étaient les mêmes pour tous les participants. Une fois les entrevues réalisées, le contenu de celles-ci a été retranscrit textuellement. Le verbatim de ces entrevues a d'abord été vérifié par une deuxième écoute de l'entrevue dans le but d'éviter toute erreur de retranscription. Par la suite, le verbatim a été acheminé au répondant afin que celui-ci puisse confirmer la concordance entre le contenu de l'entrevue et le verbatim. Finalement, l'analyse et le codage des informations contenues dans les entrevues ont permis d'effectuer une comparaison entre les propos tenus par chacun des participants, en plus de faire l'objet d'une comparaison avec le contexte théorique en lien avec la problématique managériale de la recherche. Pour ce qui est de la saturation théorique, celle-ci a été atteinte avant de clore le processus d'entrevues, et ce, pour chacun des trois profils de répondants. Finalement, une certaine triangulation des données a été possible grâce aux informations divulguées par les répondants et provenant de la documentation fournie, à l'occasion.

3.3.4.2 Transférabilité

La transférabilité, ou validité externe pour les positivistes, fait référence à la généralisation potentielle des résultats de la recherche à un ensemble plus large que l'échantillon sondé. Miles et Huberman (2003) ainsi que Thietart (2002) font état de la nécessité de sélectionner un échantillon dont les caractéristiques sont représentatives du reste de la population. Cependant, le concept de la généralisation semble plus ou moins applicable en contexte de recherche exploratoire menée selon l'approche de la théorie enracinée. Dans pareil contexte, « une logique inductive essaie de saisir dans quelle mesure les idées et les thèmes générés dans un cadre ou un environnement donné s'appliquent à d'autres cadres ou environnements » (Hlady Rispal, 2002, p. 104). En

effet, le but d'une telle recherche consisterait à explorer un sujet, et non pas à valider une théorie pouvant être ensuite appliquée à l'ensemble d'une population donnée.

Malgré cela, certaines stratégies peuvent tout de même être mises de l'avant pour permettre l'atteinte d'un niveau acceptable de transférabilité. Selon Thietart (2007), il serait possible de déterminer d'avance les limites de la généralisation des résultats obtenus en stipulant que la recherche est effectuée auprès d'une population d'étude précise, et non pas auprès d'un échantillon nécessairement représentatif d'une population toute entière. De plus, cet auteur précise que le fait de sonder des spécialistes, des experts, dans le domaine de l'étude ferait en sorte que l'on puisse avoir confiance aux résultats de celle-ci. Ces moyens ont évidemment été mis en œuvre au cours de la présente recherche puisque les répondants sont uniquement des spécialistes du domaine de l'évaluation.

3.3.4.3 Objectivité et confirmabilité

Les concepts d'objectivité et de confirmabilité s'appuient sur celui de la fidélité (ou fiabilité selon les auteurs). Hlady Rispal (2002) définit la fidélité comme étant la possibilité de reproduire l'étude par l'application du même processus de recherche à un autre cas ou un autre échantillon. Pour être en mesure d'y parvenir, il faudrait viser la « recherche d'un maximum de neutralité et de liberté par rapport aux biais induits par le chercheur » (Miles et Huberman, 2003, p. 502-503). En ce sens, Robson (2002) identifie certaines menaces pouvant nuire à l'objectivité de la recherche. On y retrouverait plusieurs biais provenant du répondant, tels que le fait de faire de l'obstruction à la collecte de données ou de retenir de l'information pertinente. Les participants pourraient également percevoir le chercheur comme étant soit une menace, soit une sommité, influençant alors leur façon de répondre aux questions qui leur sont posées. De plus, certaines menaces pourraient être causées par des biais du chercheur lui-même, tels que les idées préconçues qu'il pourrait avoir avant même de débiter

l'étude, influençant alors le choix des participants, le genre de questions posées, ou la sélection de la méthode du traitement et d'analyse des données recueillies.

Considérant l'impact potentiel d'un manque d'objectivité dans la recherche, il importe de mettre en place des moyens qui limiteront celui-ci. Robson (2002) parle de l'importante de garder une trace de toute la démarche réalisée dans le cadre de la recherche, de manière à pouvoir procéder à une vérification de celle-ci. Miles et Huberman (2003), tout comme Hlady Rispal (2002), traitent également de la nécessité de décrire les méthodes et les procédures de l'étude, en plus d'identifier les différentes sources d'informations utilisées et de conserver les données collectées lors de la recherche. En ce sens, toutes les informations consignées permettent à un autre chercheur de répliquer cette recherche et d'obtenir, selon toutes vraisemblances, des résultats similaires non biaisés. De plus, Miles et Hubermann (2003) sont d'avis que le chercheur devrait porter une attention particulière au codage des données, qui devrait être effectué en vertu d'un protocole rigoureux et exempt de biais ou d'influence de la part du codeur. Le recours à un tel protocole faciliterait notamment la réplication ultérieure de l'étude. Finalement, Thietart (2007) précise pour sa part que la démarche de la recherche devrait être réalisée en fonction d'un protocole précis, notamment en ce qui a trait à la collecte de données qui doit se faire adéquatement. Cela impliquerait donc que l'outil de collecte de données fasse l'objet d'un prétest, permettant au chercheur de s'assurer que celui-ci ne contient aucune erreur, ni aucune imprécision quant aux questions posées.

Tel que mentionné précédemment, la présente recherche est soumise à une démarche clairement établie et consignée par écrit. De plus, la collecte de données fut effectuée de manière uniforme, notamment grâce à l'utilisation d'un guide d'entrevue (présenté dans l'annexe F). Ce guide d'entrevue avait également fait l'objet d'un prétest lors de la réalisation des entrevues de la résidence en entreprise. Toute erreur ou incohérence fut alors corrigée. Puis le processus de codage des informations obtenues par entrevues a permis le recodage des premières entrevues lorsque le deux tiers de celles-ci avait été

codé. Le processus de codage évoluant au fil des entrevues, cette façon de faire a permis le codage des premières entrevues en fonction des codes et des thèmes émergents des entrevues suivantes. Ainsi, il en ressort une certaine uniformité dans l'ensemble des codes attribués aux informations tirées de toutes les entrevues.

3.3.5 Considérations éthiques

Pour conclure, il importe de prendre en compte un certain nombre de considérations éthiques en rapport avec la stratégie de recherche élaborée. Au sens large, Robson (2002) définit l'éthique comme étant la conformité à des règles de conduite, à un code ou un ensemble de principes. Selon CRSH, CRSNG et IRSC (2014), les lignes directrices en matière d'éthique de la recherche reposent sur les trois principes directeurs suivants, soit a) le respect des personnes, b) la préoccupation pour le bien-être, et c) la justice. Il s'agit donc de s'assurer que les démarches entreprises ainsi que les étapes mises en œuvre respectent ces principes généraux dictant ce qu'un chercheur est en droit de faire.

Ces principes éthiques sont : 1) le respect du consentement libre et éclairé; 2) le respect des groupes vulnérables; 3) le respect de la vie privée et de la confidentialité des renseignements personnels; 4) le respect de la justice et de l'équité; 5) l'équilibre des avantages et des inconvénients; 6) la réduction des inconvénients et 7) l'optimalisation des avantages (Fortin, 2006, p. 148-149).

La réalisation de la présente recherche n'exige pas le recours à des participants issus de groupes vulnérables. De plus, il va de soi que ces derniers ont été traités avec justice et équité, et ce, tout au long de la démarche de recherche. Ces aspects ne seront donc pas élaborés davantage. Tous les autres principes éthiques méritent toutefois une attention particulière.

3.3.5.1 *Consentement libre et éclairé*

En fonction de ce principe, tout participant à une recherche aurait le droit d'être informé des différents aspects de celle-ci qui le concernent. Ainsi, le participant serait en mesure de décider de lui-même s'il accepte ou refuse de participer à l'étude en question. Il semble effectivement pertinent que ceux-ci comprennent les objectifs poursuivis par cette étude, et ce, notamment dans le but d'obtenir leur consentement quant à l'utilisation prévue des informations collectées à même leur entrevue. En ce sens, le chercheur aurait donc le devoir d'informer le participant de toutes les modalités de la recherche. Il devrait également s'assurer que le participant consent, sans y être forcé, à participer à cette dernière. Afin de conserver une trace écrite de ce consentement, le formulaire d'information et de consentement (présenté dans l'annexe G) a été signé par le chercheur et par tous les participants, qui en ont également conservé une copie. De plus, il importe de mentionner que les participants ont la possibilité de se retirer de l'étude à tout moment, par une demande écrite ou verbale. À ce jour, aucun participant n'a fait une telle demande.

3.3.5.2 *Vie privée et confidentialité des renseignements personnels*

Ce principe stipule en fait que « le chercheur a le devoir d'assurer l'anonymat et la confidentialité des données » (Fortin, 2006, p. 151). Dès lors, la préservation de la confidentialité des informations aurait nécessairement un impact quant à la publication des résultats, ainsi que pour la conservation des données recueillies. Pour les fins de la présente recherche, les données sont et seront conservées sous clé. Considérant le fait que les entrevues ont également été enregistrées, tous les fichiers électroniques sont protégés par un mot de passe. De plus, la confidentialité des données est assurée par les stratégies suivantes :

- Dénominisation des données;
- Utilisation de noms fictifs pour protéger l'identité des personnes;
- Lors de la transcription des entrevues, élimination des renseignements pouvant mener à l'identification des personnes participantes;

- Absence dans les instruments de collecte de données de questions pouvant mener à l'identification; et
- Non-diffusion des enregistrements audio.

De plus, les participants ont la possibilité de demander la destruction de leurs données suite à leur retrait de l'étude, par le biais d'une demande écrite ou verbale de leur part. Ultimement, les données seront détruites à la fin de la recherche.

3.3.5.3 Équilibre des avantages et des inconvénients

Le principe de l'équilibre des avantages et des inconvénients va de pair avec ceux de la réduction des inconvénients et de l'optimisation des avantages. En vertu de ces principes, les participants à une recherche devraient, dans le meilleur des cas, bénéficier d'un maximum d'avantages tout en étant exposés à un minimum d'inconvénients. À tout le moins, il devrait y avoir un certain niveau d'équilibre entre ces deux éléments.

En ce qui concerne la présente recherche, il n'y a eu aucune implication sociale, physique ou psychologique de la part des participants. Celle-ci requiert uniquement leur implication d'un point de vue professionnel, puisque les participants ont été invités à donner leur avis à titre d'experts en matière d'évaluation d'entreprise. Les participants sont également régis par le code de leur profession et sont, par le fait même, couverts par une assurance responsabilité professionnelle, ce qui limite les risques pouvant découler de la présente recherche. De plus, cette étude avait pour but de recenser les techniques d'évaluation employées dans la pratique, et non pas de formuler une critique sur l'utilisation de ces dernières. Il n'y avait donc peu de risque de porter atteinte à la réputation professionnelle des participants puisqu'aucune critique n'a été émise et que les données recueillies ont fait l'objet d'un processus de dénominalisation. Ainsi, il n'y avait pratiquement aucun risque pour les participants. D'une part, le seul inconvénient était lié au temps que les participants ont consacré à l'entrevue. D'autre part, les bénéfices anticipés résident dans la contribution des participants à l'avancement des connaissances théoriques et pratiques en matière d'évaluation des

entreprises et plus précisément en ce qui a trait à la détermination de la valeur financière du capital humain, ce qui présente un certain intérêt compte tenu de la profession qu'ils exercent. Il semble donc que les avantages vont nettement au-delà des inconvénients subis par les participants.

3.3.5.4 Certificat éthique

Afin d'assurer la conformité d'une recherche aux divers codes d'éthique, plusieurs comités ont été mis sur pied. Leur rôle consiste à s'assurer du respect des règles à suivre dans la réalisation des recherches sous leur autorité. Puisque cette recherche s'inscrit dans le cadre d'un DBA offert par l'Université de Sherbrooke, la recherche se doit d'être conforme aux normes établies par le comité d'éthique de cette institution. De plus, la chercheuse menant la recherche étant également professeure au département des Sciences comptables de l'Université du Québec à Trois-Rivières, elle doit également obtenir l'approbation du comité d'éthique de cette institution. Ainsi, la recherche a obtenu l'approbation du Comité d'éthique de la recherche – Lettres et sciences humaines de l'Université de Sherbrooke (certificat # 2010-108/Drouin), ainsi que du Comité d'éthique de la recherche avec des êtres humains de l'Université du Québec à Trois-Rivières (certificat # CER-11-164-06.07).

3.4 CONCLUSION

L'objectif premier de ce chapitre consistait à positionner la recherche de manière à définir adéquatement la méthodologie envisagée pour la réaliser. Ainsi, il fut d'abord démontré que cette recherche est de nature qualitative inductive et qu'elle s'inscrit dans le courant du constructivisme. De plus, considérant le caractère exploratoire de la recherche ainsi que l'inexistence d'une théorie financière validée pour l'évaluation du capital humain, il appert que le positionnement méthodologique correspond aux caractéristiques de la théorie enracinée. Ensuite, la stratégie méthodologique a été élaborée de manière à orienter la démarche suivie lors de l'exécution de la recherche.

Premièrement, la stratégie d'échantillonnage a permis de déterminer les critères de sélection des participants, en plus de préciser que ceux-ci ont été sélectionnés en fonction de la technique d'échantillonnage par choix raisonné. Puis compte tenu de l'approche de recherche retenue, soit celle de la théorie enracinée, le nombre total de participants qui composent l'échantillon final de la recherche n'a pas été fixé d'avance, puisque la collecte de données s'est poursuivie jusqu'à l'obtention de la saturation théorique. Le recrutement des participants a été réalisé par l'entremise de contacts directs, soit par l'envoi de courriels. Par la suite, la collecte de données a été réalisée par l'entremise d'entrevues semi-dirigées pour lesquelles un guide d'entrevue a été préalablement élaboré. Les données recueillies ont par la suite été codées, de manière à identifier les concepts, les thèmes ainsi que les dimensions pouvant en découler, et ce, toujours dans le respect de l'approche de la théorie enracinée selon laquelle la théorie émergerait des données. Pour ce faire, le logiciel QSR NVivo a été utilisé. Finalement, plusieurs considérations touchant la rigueur scientifique ainsi que l'éthique ont été précisées et considérées tout au long de la recherche, dans le but d'assurer la validité de cette dernière.

QUATRIÈME CHAPITRE

RÉSULTATS

Ce chapitre présente les résultats obtenus suite à la collecte et à l'analyse des données, réalisées conformément aux stratégies épistémologique et méthodologique décrites dans le cadre opératoire. Ainsi, les résultats obtenus ont été analysés en fonction des trois profils distincts de répondants définis dans le cadre opératoire, soit le profil CC, le profil CD et le profil GF. Pour chacun de ces profils, un aperçu du processus d'évaluation est d'abord présenté, suivi des précisions apportées par les répondants quant à l'évaluation financière du capital humain ainsi qu'à la prise en considération des facteurs de création de valeur en lien avec celui-ci.

4.1 CABINET COMPTABLE (PROFIL CC)

Les premiers résultats présentés sont ceux obtenus des répondants appartenant au profil CC. Tel qu'il fut présenté à la section 3.3.1.4, les 10 participants appartenant à ce profil occupent tous une fonction d'expert en évaluation d'entreprise au sein d'un cabinet comptable ou à leur compte. Œuvrant dans une multitude de secteurs d'activité, les PME composant la clientèle des répondants du profil CC réalisent habituellement un chiffre d'affaires annuel moyen se situant entre 500 000 \$ et 50 millions de dollars.

Comme l'ont précisé les répondants du profil CC, il pourrait être facile de croire que le processus d'évaluation d'entreprise est uniforme pour l'ensemble des dossiers traités. En ce sens, bien que les phases du processus soient sensiblement les mêmes pour tous les mandats, leur mise en application serait fort différente d'un dossier à l'autre, comme spécifié dans les extraits suivants.

Ça va varier beaucoup, de cas par cas et [en fonction] de la taille du dossier en question. [...] Ça va varier beaucoup de contexte en contexte. Dans un cas de litige, ça va être très différent. Dans un cas d'acquisition

d'entreprise, ça va être un autre protocole et une autre série d'étapes (CC1).

Oui il y a un processus, mais chaque dossier est tellement différent [...]. Mais l'état financier peut être complètement différent d'une entreprise à l'autre. Et la recherche de comparables, on va essayer certaines bases de données. Si on ne trouve pas, on va essayer d'autres sources. Donc c'est beaucoup de... il y a beaucoup d'éléments aussi de jugement de l'évaluateur. [...] Donc il y a un paquet de facteurs qualitatifs qu'on doit prendre en considération. Puis ça fait en sorte que le processus peut sembler quand même assez standardisé. Mais dans les faits, il y a beaucoup de doigté, beaucoup d'estimation et de jugement qui entre en ligne de compte, qui font que c'est du *custom* plutôt que du standard (CC7).

Il semble alors qu'un processus clairement établi doit être respecté lors de la réalisation d'un mandat d'évaluation d'entreprise. Toutefois, bien que les étapes à suivre soient semblables d'un mandat à un autre, leur mise en application serait grandement affectée par différents éléments contextuels propres à l'entreprise faisant l'objet d'une évaluation.

Ça serait pas mal uniforme dans le processus. Sauf que c'est sûr que si on évalue une entreprise de pâtes et papiers, versus une entreprise minière ou une entreprises dans le domaine technologique, dans ce processus-là, c'est sûr que, dans les étapes, les grosses étapes, ce serait pratiquement les mêmes. Ce serait le modèle financier, avoir fouillé des documents, ... Mais peut-être qu'il y a des choses qui vont un peu varier dans les informations qu'on va recevoir, qui vont faire qu'on va peut-être pousser davantage. Si on fait une entreprise minière versus peut-être une entreprise de pâtes et papiers, il y a peut-être des informations qu'il va falloir prendre plus de temps pour valider. Peut-être qu'on va avoir recours, même, à des spécialistes, des ingénieurs, quand on n'a pas l'information, que dans d'autres industries, on n'aurait pas besoin. Ce qui fait que, dans le processus, il y a peut-être des étapes plus longues. Il y a peut-être des étapes qui demanderaient plus d'analyse, de décortiquer davantage d'informations, qui vont même changer, des fois, nos hypothèses. Donc malgré que les étapes ou les processus vont être standardisés, pour les différents secteurs, dans l'évaluation même, c'est du cas par cas. Donc ça peut changer beaucoup les hypothèses, les données financières, dépendamment de l'industrie (CC5).

Ainsi, il appert que malgré l'existence d'un processus standard, la réalisation des étapes de ce processus d'évaluation varie passablement d'un dossier à l'autre. Il semble également que l'application de ce processus risque d'être modifiée en fonction de la nature du mandat et, plus précisément, de l'objectif poursuivi par l'évaluation.

La plupart du temps, ce sont des transactions fiscales, des réorganisations fiscales entre parties liées. On a besoin de fixer une valeur marchande et de documenter notre dossier, aussi, par rapport à l'ARC, pour une éventuelle révision fiscale. Alors on va faire un travail d'évaluation raisonnable. [...] Mais aussi, quand même fréquemment, on va retrouver tout simplement des transactions d'achat-vente. On veut acheter une entreprise, puis sans nécessairement avoir besoin d'un rapport d'évaluation en bonne et due forme, on doit quand même faire une évaluation pour conseiller le client, savoir jusqu'à quel prix il devrait payer pour ne pas payer trop cher, mais avoir une valeur raisonnable pour l'entreprise. Même chose pour la vente (CC4).

Le processus serait donc différent si l'évaluation est réalisée à des fins fiscales, comptables, juridiques (cas de litiges) ou transactionnelles. Considérant alors les objectifs de la présente recherche, le type de mandat retenu pour fins d'analyse est celui des évaluations effectuées en contexte transactionnel; ce contexte étant celui qui se rapproche le plus des réalités de la pratique vécues par les répondants des deux autres profils participant à la présente étude.

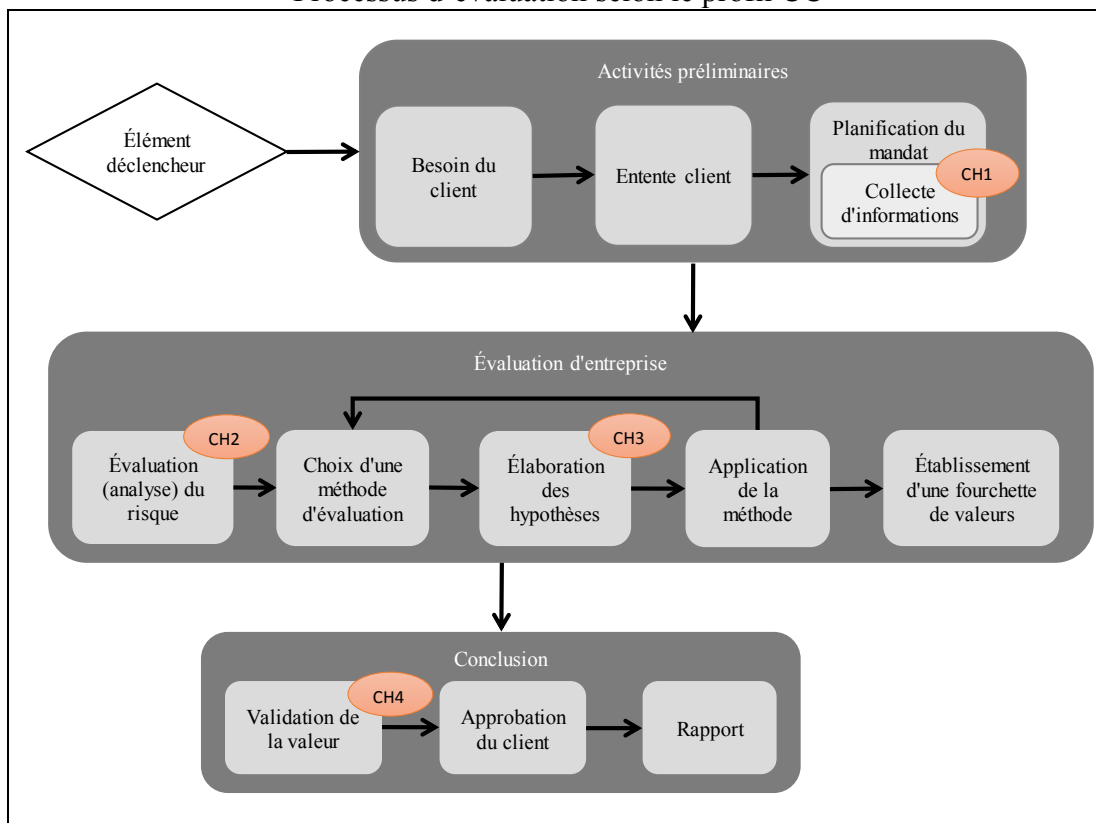
Finalement, il importe de préciser que tous les répondants ont fait mention des obligations légales et réglementaires se rapportant à leur profession, notamment celles en lien avec l'indépendance et la déontologie. De telles obligations se doivent d'être respectées, et ce, à chacune des étapes de la réalisation d'un mandat, incluant celles liés à l'évaluation d'entreprise.

4.1.1 Processus d'évaluation

Selon les répondants du profil CC, le processus d'évaluation débiterait par un élément déclencheur, donnant ensuite lieu à trois phases d'activités distinctes et désignées

comme étant les activités préliminaires, l'évaluation d'entreprise, puis la conclusion du processus. Ces différentes phases sont présentées à la figure 4.1, puis détaillées par la suite. De plus, l'incidence du capital humain dans le processus d'évaluation d'entreprise est représentée, dans le modèle, à l'aide de cercles rouges contenant l'abréviation CH (pour capital humain).

Figure 4.1
Processus d'évaluation selon le profil CC



4.1.1.1 Élément déclencheur

Le processus d'évaluation prendrait naissance suite à un élément déclencheur, c'est-à-dire un événement duquel découle le besoin d'avoir recours à un professionnel externe en matière d'évaluation.

On a quatre grands secteurs d'activités. Le premier, c'est tout ce qui va être pour fins fiscales, donc gel successoral, transferts d'actifs vers une autre juridiction, pour une cession, une cession dans le cadre de prix de transfert, ... Donc tout le volet fiscal va demander d'avoir une juste valeur marchande. Après ça, il y a tout le volet d'informations financières, donc comptable. Donc répartition du coût d'acquisition, valorisation des actifs incorporels identifiables, détermination du prix d'achat, des frais de contrepartie conditionnelle, juste valeur de certains instruments financiers. Donc tout ce qui est comptable, test de dépréciation. Après ça, il y a tout le volet que j'appelle transactionnel. Donc intégration d'actionnaires, rachat d'actionnaires dans un contexte litigieux ou non, vente d'entreprises, acquisition d'entreprises. Finalement, il y a le volet litige où là, il va y avoir des évaluations dans le cadre de divorce, il va y avoir des évaluations dans le cadre de chicanes d'actionnaires, recours en oppression, ..., où c'est vraiment rendu devant les tribunaux. Et il y a tout le volet aussi pour lequel on fait une quantification de dommages, que ce soit bris de contrat, expropriation, ... Ce sont quatre grandes sphères d'activités (CC9).

Tel que mentionné précédemment, la présente recherche porte majoritairement sur le volet transactionnel, puisqu'il s'agit du contexte d'évaluation se rapprochant le plus de la réalité vécue par les répondants des deux autres profils recensés. Ainsi, en contexte transactionnel, l'élément déclencheur le plus fréquemment cité par les répondants est celui de l'achat ou de la vente d'une entreprise. Puis le processus se poursuit lorsque les clients potentiels entrent en contact avec le professionnel de l'évaluation. Fréquemment, les répondants ont indiqué qu'on avait d'abord référé leur expertise à leur clientèle, qui les contacte rarement de façon directe. Le référencement d'un client potentiel peut alors être fait par un contact interne ou externe à l'organisation qui emploie le professionnel de l'évaluation.

Dans le fond, les mandats arrivent beaucoup de l'externe. Donc les cabinets comptables, souvent, m'appellent personnellement. Ou à l'interne, c'est assez facile. Mon associé arrive puis il me parle de l'évaluation (CC2).

Souvent, [le client] est référé par des contacts d'affaires, soit des avocats, des banquiers, d'autres comptables, ... Les entrepreneurs ne connaissent pas nécessairement souvent les EEE [Experts en évaluation

d'entreprise]. Donc souvent, c'est par personne interposée qu'on se fait référer un mandat (CC7).

Ainsi, dans tous les cas, l'élément déclencheur découle du besoin d'une tierce partie de procéder à l'évaluation d'une entreprise. Une fois le mandat accepté par le professionnel de l'évaluation, qui s'assure notamment du respect des règles déontologiques en vigueur, le processus d'évaluation serait enclenché.

4.1.1.2 Activités préliminaires

Selon les répondants, la première phase du processus d'évaluation serait constituée des activités devant être réalisées avant de pouvoir évaluer l'entreprise en question. D'abord, le professionnel débiterait par l'identification des besoins de son client en matière d'évaluation, ce qui déterminerait notamment le type de rapport devant être ultimement émis à la fin du processus.

Selon les normes de l'Institut canadien des experts en évaluation d'entreprises, il y a trois types de rapports. Il va y avoir le rapport exhaustif, qui est le plus risqué, où on va avoir le plus de travail qui va être fait, et où le rapport va être le plus étoffé. Souvent, il s'agit de contextes de compagnies publiques ou de cour, ou d'éléments où on a un lecteur qui n'a pas accès à l'information et qui se fie énormément sur l'évaluateur. Il va y avoir le rapport de type estimé, qui va être un mitoyen entre le plus bas rapport et l'exhaustif, où il y a un peu moins de validation, un peu moins de procédures d'audit, un peu moins d'analyses poussées qui sont faites... Qui est quand même assez étoffé, mais moins que l'autre, et où on présuppose que l'utilisateur a accès, quand même, à une certaine information. Et le niveau de calcul, où effectivement, là, on s'attend à ce que l'utilisateur ait accès à toute l'information. Et c'est vraiment pour venir faire un calcul externe indépendant, mais qui est sommaire, qui est bref et qui est donc beaucoup plus accessible et beaucoup moins cher. Et plus on descend de niveau, plus la fourchette [de valeurs] va être large (CC1).

Il y a un calcul de valeur, il y a une estimation et il y a un rapport exhaustif. Il en existe un quatrième qui est un rapport conseil, c'est-à-dire que là, on n'est pas obligé d'avoir un chapeau d'impartialité

nécessairement. On peut peut-être travailler plus en fonction d'un acquéreur stratégique, quantifier des synergies ou quoique ce soit. Alors que les trois premiers, on est vraiment dans un contexte de juste valeur marchande très théorique. [Ce qui différencie les trois niveaux, c'est] le degré d'assurance et de travail qu'on va faire (CC3).

Ainsi, le type de rapport à émettre dicterait en partie le niveau de précision du travail d'évaluation devant être réalisé. Une fois de plus, il semble possible de constater que le processus global d'évaluation d'entreprise reste le même, alors que ce serait la mise en application des différentes étapes de ce processus ainsi que l'ampleur du travail à faire qui risquent d'être affectés par les éléments contextuels entourant l'évaluation en soi, tel que précisé dans l'extrait suivant.

Le type de rapport influence le niveau de travail. Et ce niveau-là de travail, c'est sûr que si on fait juste le niveau de base, qui est juste une révision, une estimation d'un calcul, dans ce temps-là, le travail est beaucoup moins élevé que si c'est le niveau le plus élevé, qui va être, par exemple, de donner une évaluation beaucoup plus exhaustive. Donc c'est sûr que, par exemple, si on parle de processus, dans les trois cas, ça va être pareil. Mais le niveau d'effort et le niveau de recherche d'informations sur le marché, d'informations de comparables, va être plus élevé (CC5).

Après avoir évalué adéquatement les besoins du client, ainsi que les exigences en matière de travail devant être réalisé pour satisfaire ceux-ci, le professionnel de l'évaluation serait alors en mesure de spécifier clairement les termes et conditions du mandat dans une entente formelle que les deux parties se doivent de signer. Une fois cette entente acceptée, la planification du mandat pourrait débiter.

Donc tout commence par une étape de planification, comprendre les besoins en cause, l'étendue du travail à faire. On va commencer par tout définir ça, habituellement, par une proposition de services avec le ou les clients. On va s'entendre sur notre mandat qui définit très bien l'étendue. Et après ça, on va planifier le mandat avec l'équipe en question (CC1).

Ainsi, l'étape de la planification du mandat devrait entre autres permettre de déterminer les tâches à effectuer, les délais à respecter et le personnel à assigner au traitement du dossier. De plus, les répondants ont précisé que c'est lors de cette étape préliminaire qu'aurait lieu la collecte d'informations nécessaires à la réalisation de l'évaluation en tant que telle, que ces informations soient de nature financière ou autre.

Puis je vais toujours au-delà des chiffres, évidemment, parce que il y a un côté en évaluation que, oui, on travaille avec une profitabilité, qui est normalisée, mais il y a aussi l'établissement du multiple, qui est grandement influencé par des risques spécifiques à l'organisation qui dépend beaucoup du qualitatif. Les forces et faiblesses, opportunités, menaces (CC3).

Bien que le processus d'évaluation débiterait généralement par l'analyse des états financiers, les répondants confirment également que ce processus repose sur un éventail beaucoup plus large de données.

Donc on essaie de comprendre, dans un premier temps, vraiment le marché. Qu'est-ce qui a fait le succès historiquement? Mais où en sont-ils actuellement d'un point de vue technologique, d'un point de vue, justement, de la suffisance ou de l'équation du personnel en place pour gérer les opérations, pour assurer les ventes et tout ça? [...] Derrière les chiffres, en fait, la question à se poser, c'est qu'est-ce qui explique ces variations-là? Est-ce parce qu'on est meilleur au point de vue *costing*? Est-ce que c'est... une meilleure réponse? On appelle ça des *fill out rate*, des fois, dans certaines industries. Est-ce que c'est le fait qu'on a une meilleure force de ventes? C'est ça qu'il faut comprendre. C'est ça qui influence la valeur de l'entreprise et éventuellement le goodwill. [...] C'est souvent l'erreur de plusieurs personnes et même en investissement, de regarder les chiffres comme ça. Puis après ça, on appelle ça « masser les chiffres », mettre des multiples là-dedans. Si tu ne comprends pas pourquoi... qu'est-ce qui a fait le succès passé et qu'est-ce qui fait... quel est le diagnostic actuel. Des fois, il suffit du départ d'un individu particulièrement talentueux ou qui a de l'ascendance sur ses troupes pour que la mécanique s'enraille. Donc c'est ça qu'il faut comprendre (CC10).

La réalisation d'une vérification diligente permettrait alors au professionnel de l'évaluation de confirmer la validité des informations financières, tout en s'assurant de la présence de certains facteurs nécessaires pour soutenir la valorisation de l'entreprise par la suite.

Donc dans la vérification diligente, dépendamment de la grosseur de la *business*, quand c'est tout petit, souvent c'est le client, celui qui est l'acheteur potentiel, qui fait sa vérification diligente. Nous autres, on le supporte. [...] Pour moi, toutes les vérifications diligentes que le client s'est impliqué davantage, la transition a été meilleure et les risques de succès sont meilleurs. Une vérification diligente que le client ne s'implique pas, la journée qu'il rentre dans la *business*, ce n'est pas évident et des fois ça prend un an et après un an, il peut dire : finalement, je n'aurais jamais dû acheter cette *business*-là (CC8).

Autant le capital humain, que la réputation de l'entreprise, sa marque de commerce, son historique, la compétition, ... plein de choses. On travaille avec un panier de facteurs. On dresse la liste des facteurs qu'on estime être positifs, des facteurs qu'on estime être négatifs. Selon notre expérience et le jugement, on y va avec ça (CC4).

Par ailleurs, ce serait lors de l'étape de collecte d'informations que le capital humain serait d'abord pris en considération (CH1 dans le processus présenté précédemment à la figure 4.1). En fait, selon plusieurs répondants, l'ensemble de la main d'œuvre au sein d'une entreprise serait toujours pris en considération dans un processus d'évaluation, sans pour autant qu'une valeur distincte lui soit attribuée.

Moi, je dirais [que je considère le capital humain] tout le temps, mais dans des optiques différentes. Donc quand je regarde l'entreprise en entier, c'est sûr et certain que dans l'ensemble des éléments que je vais considérer, l'équipe de gestion, la force de travail, cela va faire partie de ce qu'on va vouloir non seulement comprendre, mais bien décrire aussi. Et encore là, dépendant du contexte, ça peut être plus ou moins important (CC1).

Donc la valeur de l'entreprise, est-ce qu'elle va varier tant que ça si ton capital humain vaut 250 000 au lieu de 300 000? Non. Parce que surtout qu'on donne une fourchette en plus. [...] Mais quand tu achètes une

entreprise, tout d'un coup, c'est important. Tu ne veux pas te tromper. Tu ne veux pas acheter la mauvaise. Donc dans ce cas-là, on a vu plusieurs entreprises acheteuses qui font faire des évaluations de capital humain pour la culture (CC6).

Ainsi, l'importance que prend le capital humain lors d'une évaluation d'entreprise dépendrait de plusieurs éléments contextuels découlant autant du type de mandat réalisé que de la nature de l'entreprise. De plus, d'un point de vue transactionnel, l'adéquation des ressources humaines œuvrant au sein de l'entreprise évaluée semble être un facteur primordial non seulement pour la détermination de la valeur de l'organisation, mais également pour la réalisation avec succès de la transaction effectuée.

De l'évaluation avec des rapports dans un marché théorique, c'est bien différent que dans le transactionnel. L'impact humain ne sera pas considéré pareil non plus. Dans le transactionnel, il va être majeur. De regarder les employés, vont-ils rester travailler pour toi? Est-ce qu'il va y avoir un impact sur le coup? Ça va dépendre. Mais ça fait partie des négos. On va les attacher avec des contrats s'ils sont importants. Mais ce sont deux choses différentes. [...] Si je fais une acquisition avec quelqu'un, dans ma vérification diligente, les employés, ça va être quasiment la première chose que je vais vérifier. On va vérifier, on va tout aller voir. On va s'assurer qu'il n'y a jamais eu de problèmes. On va aller voir loin, au niveau des employés, parce qu'on veut s'assurer qu'ils vont demeurer, parce que ce sont eux, en partie, qui génèrent cette rentabilité-là (CC3).

Autant en contexte transactionnel que pour les autres types de mandat, le professionnel de l'évaluation s'intéresserait toujours aux éléments constituant le capital humain, mais avec différents degrés de précision souhaités en fonction du travail d'évaluation devant être réalisé. Ainsi, il poserait plusieurs questions et recueillerait des informations portant sur le capital humain, notamment afin de s'assurer de l'adéquation des ressources humaines au sein de l'entreprise évaluée. Selon les répondants, ce serait à cette étape du processus qu'une visite en entreprise peut s'avérer utile puisqu'elle permettrait d'en apprendre davantage non seulement sur divers aspects liés à l'exploitation générale de l'entreprise, tels que l'aménagement physique des

installations et la désuétude potentielle des équipements, mais également sur certains facteurs directement liés au capital humain, tels que les relations de travail et le climat organisationnel.

Et après ça, on dresse encore des questions de nature plus qualitative. Ce sont qui les employés clés? Les employés, c'est quoi chacun leur rôle? Les employés clés, c'est quoi la rémunération qu'ils se versent? [...] Moi je ne peux pas concevoir qu'on fasse une évaluation d'entreprise sans se présenter chez le client. Il y a une question de *feeling* en quelque part (CC3).

Bien que les informations recueillies sur le capital humain lors de cette phase d'activités préliminaires paraissent davantage comme étant de nature qualitative, ces informations semblent également avoir un impact quantitatif sur la détermination de la valeur financière lors de la phase de l'évaluation d'entreprise.

4.1.1.3 Évaluation d'entreprise

Une fois l'ensemble des activités préliminaires complétées, la phase principale du processus d'évaluation peut avoir lieu, c'est-à-dire l'évaluation financière de l'entreprise en question. Les répondants ont indiqué que cette évaluation débiterait habituellement par l'étape de l'analyse des risques, incluant notamment ceux associés au capital humain.

Souvent, dans les petites compagnies, très généralement les petites compagnies, il y a beaucoup de risques associés à la dépendance envers un individu ou quelques individus. Et c'est un risque qui est souvent assez mal géré. En tout cas, une fois que l'industrie, le marché, les forces et faiblesses sont identifiés, on essaie de comprendre vraiment l'opération. Et après ça, c'est plus les chiffres (CC10).

Selon les répondants, l'analyse des risques serait fréquemment liée à l'identification des forces, faiblesses, opportunités et menaces (FFOM). Ces FFOM incluraient alors des facteurs liés au capital humain, mais porteraient également sur une multitude

d'éléments devant être pris en compte entre autres lors du choix des méthodes d'évaluation ainsi que lors de l'élaboration des hypothèses servant à l'application de celles-ci.

C'est la compétition, le marché, l'historique des résultats, que je vais regarder, les perspectives du secteur, la compétition, le capital humain, ça on le regarde, la direction, l'historique des résultats, ... Est-ce qu'on a des résultats en dents de scie? Est-ce qu'on est bien situé? On va regarder aussi, dans notre prime de risque, le support d'actifs tangibles derrière notre valeur. Est-ce que ça me crée un très, très gros achalandage? Est-ce que je suis bien *backé* (sic) par des actifs tangibles qui pourraient être vendus rapidement? Donc c'est pas mal ça, les facteurs qui ressortent, la plupart du temps, dans notre analyse qualitative du risque dans l'entreprise. Puis ça fait un lien un peu avec les forces et faiblesses qu'on aura décelées souvent dans l'entrevue avec le client ou avec l'associé, qui nous guident un peu par rapport à ça (CC4).

Les FFOM ainsi identifiés serviraient alors à établir les facteurs influençant à la hausse ou à la baisse le niveau de risque lié à l'exploitation de l'entreprise évaluée, sans pour autant qu'une valeur financière puisse être établie pour chacun des facteurs identifiés. Tel que mentionné précédemment, ces FFOM porteraient sur une multitude d'éléments devant être pris en compte et pouvant avoir un impact sur les hypothèses élaborées par la suite pour fins d'application des méthodes retenues pour l'évaluation, notamment au niveau de l'établissement du risque spécifique de l'entreprise.

Donc je suis en entrevue avec le client quasiment une heure et demie, deux heures, pour répondre à ma liste de questions. Puis je vais toujours au-delà des chiffres, évidemment, parce que il y a un côté en évaluation que, oui, on travaille avec une profitabilité qui est normalisée, mais il y a aussi l'établissement du multiple, qui est grandement influencé par des risques spécifiques à l'organisation qui dépendent beaucoup du qualitatif. Les forces et faiblesses, opportunités, menaces. Donc c'est pendant toute cette rencontre-là que j'essaie de cibler comment je vais pouvoir être en mesure de quantifier ce risque-là. [...] Souvent, on va mettre les barrières à l'entrée. Si tu es dans un secteur que c'est facile de te partir en affaires dans ce secteur-là, pour moi, c'est un risque parce que la compétition est difficilement évaluable. Qu'est-ce qu'on a vu

après ça? De la dépendance... Si tu as une certaine dépendance envers un fournisseur. Ou si tu as juste un fournisseur. Beaucoup les employés. La situation géographique, l'économie, géographiquement parlant, où l'entreprise est située, on va le quantifier aussi. [...] Réputation, c'est sûr, si la personne a des poursuites... Si j'ai des éventualités importantes comme notes aux états financiers, si la réputation peut être mise en doute, j'en tiendrais compte dans mon risque spécifique. [...] On n'attribuera pas de valeur monétaire à chacun des éléments qui constituent notre risque spécifique, mais on va venir le détailler. Il y a un tableau. C'est quoi les forces et opportunités, c'est quoi les risques et menaces. Ils sont tous détaillés (CC3).

Ainsi, bien que le capital humain ne fasse pas l'objet d'une évaluation financière distincte, les facteurs de risque y étant associés, comme tous les autres facteurs identifiés, seraient pris en considération dans la détermination du risque spécifique à l'entreprise évaluée. Lors de l'analyse des risques, le capital humain ferait donc l'objet d'une étude plus approfondie, de manière à identifier adéquatement les éléments de FFOM liés aux employés et ayant potentiellement un impact sur la valeur déterminée pour l'entreprise évaluée, par l'entremise du taux de risque attribué à l'exploitation de cette dernière (CH2 dans le processus présenté précédemment à la figure 4.1).

On a une notion qui s'appelle le risque spécifique de l'entreprise. Nous, en ce moment, on travaille avec neuf critères généraux, dont plusieurs touchent le capital humain. La dépendance à un gestionnaire clé, la dépendance à une équipe de gestion et aussi les facteurs de dépendance envers les clients, dépendance envers les fournisseurs, des risques précis ou risques poussés au niveau des conflits internes entre les employés, les risques de réalisation des projections de résultats futurs, et ainsi de suite. [...] Et il y a les facteurs autres, dont effectivement le positionnement compétitif, la réputation au sein de sa propre industrie. Donc ça fait partie de ce qu'on va considérer. Il n'y a aucune science exacte pour dire que c'est tant de points de pourcentage, 25 points de base, 50 points de base, et ainsi de suite. Mais il va y en avoir qui vont être définis à ce moment-là, dans l'établissement du risque lui-même, où l'évaluateur externe va exercer son jugement, finalement (CC1).

Par la suite, l'analyse des risques, combinée à la collecte d'informations réalisée précédemment, permettrait aux répondants de choisir les méthodes d'évaluation

pouvant alors être utilisées. La décision d'avoir recours à une méthode d'évaluation plutôt qu'à une autre reposerait ensuite sur plusieurs critères, portant principalement sur la nature des activités exercées par l'entreprise évaluée, ainsi que sur la rentabilité générée par l'exploitation de celle-ci. En ce sens, les répondants ont défini les contextes dans lesquels ils risquent d'avoir recours aux différentes méthodes d'évaluation basées sur les actifs, le marché et l'exploitation. Parmi les méthodes traditionnelles d'évaluation basées sur les actifs, la valeur aux livres, ou valeur de l'actif net, serait rarement utilisée pour déterminer la valeur d'une entreprise exploitée activement, à moins que la valeur comptable des actifs détenus par cette dernière soit plus élevée que la rentabilité générée par son exploitation, comme l'expliquent les répondants suivants.

Ça peut arriver, dans le cas d'une entreprise où l'on sait qu'il n'y a pas beaucoup de rentabilité (CC4).

Oui, dans certains cas, on voit qu'il n'y a pas beaucoup d'immobilisations et qu'il n'y a pas d'intangible. Donc dans ce cas-là, on prend la valeur aux livres, tout simplement. Mais c'est assez rare (CC2).

Quant à la méthode de la valeur comptable ajustée, ou de l'avoir net ajusté, celle-ci serait utilisée plus fréquemment, mais dans des contextes spécifiques, tels que l'évaluation d'une société de gestion.

Oui, quand on a une société de gestion qui a différents placements et dont les actifs ne sont pas nécessairement des actifs opérants, mais ce sont plus des actifs de placement, ça peut être une méthode qui est une des méthodes principales. En voulant remettre tous les différents éléments à la juste valeur marchande, oui, absolument (CC1).

Quand l'entreprise ne génère pas un rendement satisfaisant sur ses actifs. Puis aussi quand c'est une société de portefeuille ou une société de placements immobiliers où là, la valeur de l'entreprise se base sur la valeur des actifs sous-jacents (CC7).

Toutefois, d'autres répondants affirment avoir recours à la méthode de la valeur comptable ajustée dans pratiquement tous leurs mandats d'évaluation, ne serait-ce que pour déterminer la valeur minimale des actifs tangibles d'une entreprise.

De toute manière, l'actif net redressé est fait, dans l'ensemble des dossiers parce que, évidemment, tout le monde veut savoir la valeur de l'intangible. Donc on n'a pas vraiment le choix de passer par l'actif net redressé. Donc ça, c'est fait dans tous les mandats (CC2).

L'actif net ajusté, en fait, on va toujours le regarder... En évaluation, on le regarde, mais vraiment côté, « dans le pire des cas ». [...] Et souvent, le pire des cas, c'est juste pour avoir une fourchette. De dire ok, on a fait selon le *DCF* [*Discounted Cash Flow*], on a fait selon la méthode des comparables, et si on le compare avec l'actif net, ça nous donne une idée si, vraiment, c'est un projet qui est en croissance reliée à l'actif net. C'est juste une valeur vraiment plancher, ou une valeur « dans le pire des cas » (CC5).

Pour ce qui est de la valeur de liquidation, les répondants précisent que le recours à cette méthode d'évaluation serait justifié uniquement lorsque la rentabilité de l'entreprise évaluée est considérée comme insuffisante, jetant par le fait même un doute sur la continuité de son exploitation.

Si les rendements ne sont pas suffisants, oui. On a un rapport qui sort, actuellement, de valeur de liquidation. J'ai des clients, aussi, qui nous embauchent pour venir estimer la valeur de liquidation. C'est un contexte qui n'est pas fréquent, mais qui arrive. Un contexte de prêteur, pour comprendre le risque de l'investissement en question (CC1).

À moins que les flux monétaires ne soient pas assez importants pour l'évaluer en *going concern*, en continuité d'exploitation. À ce moment-là, je vais l'évaluer en liquidation. [...] Ça, c'est vraiment dans un contexte où je n'ai pas de rentabilité (CC3).

Valeur de liquidation, oui. Ça, on espère ne pas avoir à s'en servir trop souvent. Mais oui, c'est déjà arrivé, dans un contexte où ça n'allait pas bien. Puis on voulait vendre parce que la personne voulait juste racheter la base d'actifs (CC4).

Dès lors, il appert que les méthodes d'évaluation basées sur les actifs sont utilisées par les répondants œuvrant au sein de cabinets de services professionnels. Toutefois, le recours à de telles méthodes semble limité à des contextes spécifiques uniquement. En ce sens, leur utilisation pour déterminer la valeur d'une entreprise en exploitation active semble peu appropriée.

En ce qui concerne les méthodes d'évaluation basées sur le marché, les répondants considèrent qu'elles sont difficilement applicables à leur clientèle puisque celle-ci est majoritairement composée de PME pour lesquelles peu d'informations sont disponibles sur le marché. Dans ce contexte, il semble difficile de trouver des entreprises ou des transactions comparables puisque les données disponibles portent habituellement sur des entreprises cotées, de taille largement supérieure à celle des entreprises détenues par leur clientèle. Dès lors, bien que la méthode des comparables soit couramment utilisée dans la pratique générale de l'évaluation, les répondants spécifient tous que cette méthode s'appliquerait difficilement dans leur pratique respective, tel que démontré par les extraits suivants.

C'est rare que ce soit une méthode principale. C'est souvent une méthode de corroboration. [...] Le grand défi, c'est de trouver une transaction comparable. Je cherche tout le temps le frère jumeau, la sœur jumelle. Quand je suis rendu au beau-frère de la deuxième fesse gauche, j'arrête parce que ce n'est plus comparable (CC1).

Pour les comparables... Moi, je fais énormément de PME. C'est de l'entreprise privée. Et là, choisir des entreprises publiques pour aller comparer ça, je ne suis pas de cette mentalité-là. Donc cette méthode-là est souvent exclue complètement (CC2).

C'est plus rare, évidemment, c'est une méthode plus tertiaire. Les bases de données d'entreprises similaires sont plus rares. Des fois, on peut s'en servir, on a certaines bases pour valider nos conclusions. Mais c'est rarement une méthode primaire qui est utilisée, pour ma part (CC4).

Oui, les comparables, c'est systématique. On les applique pour tout. [...] Il faut toujours la considérer cette méthode-là. Elle n'est pas

toujours utilisée parce que souvent, si on évalue une petite entreprise, il n'y a pas vraiment de comparables, de sociétés ouvertes ou de transactions pour lesquelles on a des informations pertinentes. Donc on ne l'applique pas toujours, mais on essaie toujours de l'appliquer (CC5).

L'approche de marché est très, très difficile, même pour l'entreprise publique. On va vraiment l'utiliser comme corroboration. Est-ce que ça fait du sens avec l'approche des revenus? C'est dur de trouver des comparables, et souvent l'information, surtout. On a une certaine base de données de sociétés privées, mais est-ce que c'est un bénéfice qui a été normalisé ou non? Sur quel multiple a-t-il été calculé? On n'a pas toute l'information. Ça devient difficile (CC9).

Il semble que la même problématique survient lorsque les répondants tentent d'appliquer les méthodes des multiples ou des références sectorielles. Tout comme pour la méthode des comparables, de telles informations seraient principalement en lien avec des entreprises d'envergure différente de celle des PME qui composent leur clientèle.

Une règle empirique, c'est de moins en moins utilisée pour évaluer une entreprise spécifique. En tout cas, pour moi, ce n'est jamais utilisé seul, c'est sûr. Il faut vraiment que ce soit une entreprise normale, ordinaire, pareille comme celle qui a été vendue. Parce que sinon, ça ne vaut rien (CC6).

Cependant, le recours à certains multiples, qualifiés de règles du pouce, serait préconisé pour quelques secteurs d'activités précis, à l'intérieur desquels ce type de pratique serait largement reconnu par les acteurs du domaine de l'évaluation.

On a souvent des mandats d'évaluation d'une pratique professionnelle, dans les domaines de la santé. Dans ce cas-là, oui, les multiples, c'est important. Ou dans le domaine des services financiers, quand on fait référence à des placements ou des assurances, on prend les multiples du marché, tout simplement, pour évaluer les pratiques ou l'achalandage (CC2).

Des bases de données, des *rules of thumb* qu'on appelle, on peut s'en servir. Dans tel secteur, on parle, par exemple, de 35 à 45 % des ventes

brutes. On peut y aller comme ça. Ça, c'est soit quand on veut une évaluation très, très simple pour une petite entreprise où il n'y a pas de risque fiscal très, très grand rattaché à ça, on va s'en servir. Ou sinon, on va s'en servir pour valider nos conclusions à la toute fin (CC4).

Pour les PME, le fait d'avoir une règle du pouce comme ça, tant de fois le BAIIA, c'est dangereux de prendre ça parce que quand tu arrives et que tu dis que c'est cinq fois les BAIIA, ou j'ai un client qui a un de ses amis qui a vendu six fois le BAIIA. Mais six fois les BAIIA, c'est en fonction pas seulement du BAIIA. Le six, c'est parce qu'ils ont déterminé que le bilan de l'entreprise faisait en sorte qu'ils pouvaient avoir un six. Le bilan de l'entreprise, si l'entreprise est super endettée, versus une entreprise qui n'a pas de dette... donc le six va varier. Tu peux peut-être avoir un six, un sept, un huit ou un quatre et un trois. [...] On s'en sert peut-être plus comme comparable et pour faciliter peut-être la négociation (CC8).

Finalement, la méthode qui consiste à estimer la valeur d'une entreprise en se basant sur le prix d'un investissement récent fait dans celle-ci semble être utilisée, mais que très rarement puisqu'une fois de plus, les informations disponibles pourraient ne pas être pertinentes. En effet, plusieurs éléments contextuels risqueraient d'avoir eu un impact financier lors du premier investissement, et il serait faux de croire que de tels éléments se retrouveront systématiquement dans le contexte entourant la transaction d'investissement actuelle, comme souligné par les répondants.

C'est certain que si j'évalue des actions d'une entité et qu'il y a eu une transaction récente sur les mêmes actions, la même catégorie, par un tiers informé qui savait bien ce qu'il faisait, c'est certain que c'est un point de référence que je vais considérer. Trop souvent, par contre, c'est quelqu'un de l'entourage, il y a eu un avantage pour intéresser un employé, il y a plein de situations qui font que, c'est un point de référence, mais ce n'est pas la conclusion directe. Et il y a toujours aussi la grosse notion de dire : « Attention, est-ce que j'ai une position minoritaire, et je viens de calculer une position majoritaire? » Il y a beaucoup d'informations à considérer. Mais oui, systématiquement, c'est quelque chose que l'on considérerait. Est-ce que c'est quelque chose qu'on va automatiquement prendre pour notre conclusion? Non. Mais on va le considérer dans les points de référence (CC1).

C'est sûr qu'on le tient en compte s'il y a eu des intégrations d'actionnaires, les évaluations passées ou les prises de participation. Ça, encore une fois oui, ça pourrait être une base. Si l'écart temporel entre les deux est assez long, on va refaire une évaluation, mais on va toujours, évidemment, garder en tête la dernière transaction. Mais encore une fois, c'est une méthode de rationalité, de comparabilité, mais rarement une méthode primaire. Mais, oui effectivement, on ne peut pas fermer les yeux là-dessus (CC4).

En somme, les méthodes d'évaluation basées sur le marché semblent peu applicables en contexte d'évaluation d'entreprises autres que des organisations cotées dont les titres sont transigés sur les marchés boursiers.

Quant aux méthodes basées sur l'exploitation, les répondants ont tous affirmé qu'il s'agit de la catégorie de méthodes la plus couramment utilisée dans leur pratique. Que ce soit une technique de capitalisation ou d'actualisation, ces méthodes basées sur l'exploitation seraient les plus appropriées pour déterminer la valeur d'une entreprise en contexte de continuité d'exploitation, à condition que les informations financières nécessaires aux calculs soient disponibles.

Pour moi, [c'est la catégorie de] méthodes la plus pertinente. Encore une fois, toujours en prenant pour acquis qu'on a une information financière de qualité, supportée, testée et validée, bien documentée, comprise, et par la direction et par l'évaluateur et le client. Donc ça, c'est important. Mais oui, effectivement, le potentiel économique qu'on essaie de démontrer, dans un monde où on veut arriver avec une valeur qui est représentative d'un comportement normal d'un participant de marché. C'est en se basant sur les informations financières, idéalement prospectives, documentées et supportées par l'historique. Donc ce serait la meilleure méthodologie. D'après moi, c'est souvent la principale (CC1).

C'est tout le temps nos méthodes. Oui. Tout le temps, tout le temps, tout le temps. À moins que les flux monétaires ne soient pas assez importants pour l'évaluer en *going concern*, en continuité d'exploitation. À ce moment-là, je vais l'évaluer en liquidation. Donc les flux monétaires deviennent plus ou moins pertinents à ce moment-là. Mais c'est sûr qu'il y a une analyse toujours, toujours, de la rentabilité.

[...] Parce que l'évaluation, on va payer en fonction de la rentabilité à venir. Sauf que, souvent, ils n'ont pas de prévisions financières, ou les prévisions financières vont ressembler grandement à ce qui s'est produit historiquement. Si c'est le cas, on va travailler avec une capitalisation. Par contre, si le client fait un investissement majeur en équipement, fait un investissement, achète une autre division, achète... il change quelque chose dans ses opérations courantes, là on va travailler sur une base d'actualisation. Il doit me fournir, par exemple, des prévisions financières. Donc c'est vraiment ce qui détermine dans quelle base on va y aller (CC3).

Selon les répondants, le choix entre la technique de l'actualisation et celle de la capitalisation serait fonction de divers considérants, tels que la disponibilité des informations financières, le cycle de vie de l'entreprise évaluée et l'environnement économique dans lequel celle-ci est exploitée.

Donc dans des marchés où les perspectives de croissance sont plus restreintes, où la concurrence est de plus en plus... ou que l'entreprise est tout simplement dans une phase à maturité, il va falloir mettre beaucoup d'argent ou investir pour revenir vers la croissance. Là, dans ce cas-là, c'est la capitalisation qui est préconisée. Dans des entreprises où les perspectives sont bonnes et qu'on a une belle croissance du BAIIA, là c'est l'actualisation. Mais ça peut être d'un secteur à l'autre. Mais c'est sûr qu'il y a certains secteurs d'activité où on voit que ça a tendance à saturer. Donc là, dans ce cas-là, ça va être la capitalisation (CC2).

Je te dirais quatre sur cinq, facilement, vont être des capitalisations. Actualisation, c'est soit parce que l'entreprise, son passé n'est vraiment pas garant du futur pour quelques raisons que ce soient, des projets ou pertes de clients ou peu importe, là on va exiger des projections financières. Sinon, souvent, on va travailler avec des capitalisations (CC9).

Ça dépend des circonstances. Comme si c'est une entreprise qui est à maturité, qui est assez stable, on peut utiliser une capitalisation. Quand l'entreprise est beaucoup en croissance ou quand c'est une entreprise en démarrage, là il faut utiliser les flux monétaires futurs. Donc une actualisation de flux monétaires. Il faut qu'on ait des projections monétaires naturellement pour le faire (CC7).

De par les informations obtenues des répondants, il semble que la méthode d'évaluation la plus fréquemment utilisée soit celle de la capitalisation des flux monétaires, notamment dû au fait que les informations financières sont disponibles et habituellement étayées par l'historique de rentabilité de l'entreprise.

C'est notre méthode primaire. Plus la capitalisation des flux monétaires. Parce que l'actualisation, les contraintes, bien souvent, c'est qu'on n'a pas beaucoup de budget futur ou c'est moins connu. Donc actualiser les flux futurs, c'est plus difficile, mais où les opérations vont continuer, c'est la méthode primaire, la capitalisation, qu'on utilise ici. [L'actualisation serait utilisée] quand on sait que le client a des budgets et des projections qui sont assez fiables. Donc ça prend un client qui a quand même une certaine envergure, qui a du personnel comptable en place et assez qualifié pour avoir ces projections-là, qui peuvent être relativement fiables. J'ai déjà eu à les utiliser dans certains mandats. Mais c'est beaucoup plus rare. [...] On va toujours privilégier la capitalisation des flux monétaires, en premier. Sauf si on voit que ça ne peut vraiment pas s'appliquer. Mais pas vraiment d'égard au secteur. À moins que ce soit un secteur où c'est impossible d'avoir de l'achalandage. Un secteur commercial où on sent qu'il peut y avoir présence d'achalandage, ce sera la capitalisation des flux monétaires (CC4).

On procède avec la méthode des flux capitalisés. Donc les flux monétaires et on leur attribue un facteur de capitalisation. Je sais qu'il y a plusieurs méthodes qu'on peut utiliser. L'utilisation de cette méthode-là, souvent, c'est quand ce sont des entreprises rentables. [...] L'actualisation, ce qui n'est pas facile, c'est que la plupart des PME n'ont pas de budget. [...] Sinon, elles ont pratiquement jamais de prévisions et quand tu prends des prévisions de PME, souvent cela ressemble ben gros à l'année en cours, plus un certain pourcentage, mettons deux, trois pour cent d'augmentation du chiffre d'affaires et des dépenses... certaines dépenses qui augmentent. Donc c'est pour ça qu'on ne prend pas l'actualisation des flux monétaires (CC8).

Pour ce qui est de la méthode de l'actualisation des flux monétaires de l'investissement, certains répondants ont mentionné la connaître, bien qu'ils ne l'utiliseraient pratiquement jamais.

Je sais que c'est même une méthode reconnue en évaluation. Donc on va regarder vraiment l'actualisation des dividendes d'une entreprise. Sans l'avoir fait, je sais que, conceptuellement, on l'appliquerait beaucoup plus pour une entreprise qu'on sait que c'est stable et qui verse continuellement des dividendes. Donc on peut penser que les dividendes représenteraient les flux résiduels. Donc je le verrais dans une optique d'une entreprise cotée en bourse qui verse souvent des dividendes relativement stables depuis plusieurs années et pour les prochaines années futures. Mais je n'ai pas eu à le faire, moi, personnellement (CC5).

Finalement, notons qu'aucune autre méthode d'évaluation d'entreprise n'a été désignée par les répondants. Il semble donc que les méthodes basées sur l'exploitation soient les mieux adaptées et les plus pertinentes en contexte d'évaluation d'entreprise. Les autres méthodes d'évaluation, soit celles basées sur les actifs et sur le marché, seraient alors davantage utilisées dans le but de corroborer le résultat obtenu par une des méthodes basées sur l'exploitation.

Donc c'est vraiment toujours une approche de revenus dans 95 % des cas, avec une corroboration par des méthodes de marché. Mais c'est très rare que ça va être une méthode de marché (CC9).

Toutefois, d'autres critères entreraient également en ligne de compte lorsque vient le temps de déterminer quelles méthodes d'évaluation seront utilisées par les répondants. À cet égard, ces derniers précisent que le choix d'une méthode d'évaluation repose effectivement sur une multitude de facteurs, dont principalement la nature de l'entreprise, ainsi que la disponibilité et la fiabilité des informations spécifiquement nécessaires pour l'application de certaines méthodes d'évaluation. Bien que le travail réalisé doive correspondre aux besoins du client, les répondants précisent que la nature du mandat n'a pas d'impact réel sur le choix d'une méthode d'évaluation. « Le mandat n'est pas supposé de changer une méthode d'évaluation en soi. En tout cas, je ne comprendrais pas pourquoi » (CC1). Malgré cela, les répondants précisent qu'il importe tout de même d'adapter sa pratique à la réalité englobant l'exploitation de l'entreprise évaluée.

On va prendre la méthode qui est le plus appropriée pour le dossier. Ça va être fonction vraiment de l'actif qu'on évalue. Ça va être fonction de l'industrie. Et ça va être fonction de la compagnie (CC9).

Ainsi, tel que mentionné précédemment, un des critères ayant un impact sur le choix d'une méthode d'évaluation découlerait de la nature de l'entreprise, et plus précisément du stade de son cycle de vie. Ainsi, la valeur d'une entreprise mature ne serait pas déterminée de la même façon qu'une entreprise en démarrage ou en phase de pleine croissance, tel que précisé dans l'extrait suivant.

Et le niveau de croissance, le niveau de maturité de l'entreprise va être très différent aussi. Je veux dire, j'ai une entreprise qui commence, qui a un potentiel de croissance et qui va, avec le temps, arriver à un certain niveau de maturité. Ça va être très différent d'une entreprise qui est mature. Donc il y a une particularité à bien comprendre de ce côté-là. Si j'ai un projet en infrastructure qui est sur 30 ans, et qui a une durée de vie déterminée, ça va être différent comme approche et comme méthodologie, que si j'ai une infrastructure qui est *ad vitam aeternam* dans son domaine, et ainsi de suite. Encore une fois, c'est toujours relié aux faits et circonstances du dossier, de l'actif ou de l'entité qu'on évalue. [...] Encore une fois, ça va dépendre du niveau de croissance et de la maturité de l'entreprise, et de la fluctuation des flux monétaires. Pour une entreprise mature, la résultante devrait être exactement la même. On parle de la même conclusion. L'entreprise qui est en croissance, c'est sûr qu'on va privilégier l'actualisation des flux monétaires (CC1).

Toujours en lien avec la nature de l'entreprise évaluée, le secteur d'activité dans lequel elle est exploitée serait également un critère ayant potentiellement un impact sur le choix d'une méthode d'évaluation plutôt qu'une autre.

Oui, il y a certains secteurs d'activité qui vont nous indiquer une méthode d'évaluation. Ça, c'est sûr. Quand je faisais référence, tantôt, à la pratique professionnelle, aux services financiers, dans le domaine de la santé, ce sont des multiples. On ne peut pas y échapper. Ça c'est effectivement ça. Dans le domaine, comme je disais tantôt, agricole, il y a beaucoup d'actifs par rapport au *cash flow*. Actif net redressé, automatique. Mais sinon, les autres entreprises, ce sont les méthodes basées sur les flux monétaires. Et que ce soit dans n'importe quel

secteur d'activité. [...] C'est combien l'entreprise génère de *cash*, tout simplement, qui va préconiser la méthode (CC2).

Un secteur commercial où on sent qu'il peut y avoir présence d'achalandage, ce sera la capitalisation des flux monétaires. [...] Un secteur où, par exemple, un consultant qui est à son compte, mais qui est incorporé, qui n'a pas d'employés, qui n'a pas beaucoup de récurrence dans la clientèle, qui va tout le temps chercher un mandat de temps en temps... Bon oui, il peut avoir des flux monétaires importants. Mais son *know-how* lui appartient à lui seul. Dans ce cas-là, il n'y aura pas d'achalandage commercial qui pourrait être vendu. Ça pourrait être un exemple. Après ça, quel secteur? Les sociétés immobilières, évidemment, il n'y aura pas d'achalandage (CC4).

Mais dans les institutions financières, les EBITDA ne sont pas intéressants, ne sont pas praticables vraiment. Donc ça va être des multiples de rendement, de profit. Donc on va venir changer de méthode, changer de paramètres d'analyse, pour une méthode initiale qui est un peu la même, mais où l'exécution et les données qui sont considérées sont complètement différentes (CC1).

De plus, la disponibilité et la fiabilité des informations financières influenceraient également le choix d'une méthode d'évaluation. « Les états financiers vont nous dicter quelle méthode on va prendre » (CC3). En ce sens, certaines informations étant indispensables à la réalisation de calculs de valeur, il importerait alors d'y avoir accès avant d'être en mesure d'appliquer une méthode d'évaluation ou une autre.

Et on a aussi une limite intrinsèque qui est possible avec l'information. [...] S'ils n'ont pas accès à tous les plans d'affaires détaillés de la direction, c'est une limite inhérente. Les résultats historiques ont les budgets actuels. Donc ils vont y aller avec plus une méthode dite de capitalisation, avec des données qui existent, paramètres de marché, ... [...] Quand vient le temps de l'évaluer, ça peut être une limite inhérente. Alors qu'une autre, qui va avoir toutes ses projections, un plan d'affaires bien défini, encore une fois, qui est bien supporté, on va venir utiliser cette méthodologie-là parce que c'est dans ce contexte-là qu'elle se retrouve. Donc il faut vraiment se positionner adéquatement, avec l'information qui existe (CC1).

Dans le même ordre d'idées, des limitations dans l'accès aux données comparables ou aux informations soutenant les hypothèses à la base même de l'application de certaines méthodes d'évaluation risqueraient de restreindre leur usage.

La méthode du marché est utilisée quand tu as une moyenne ou une grande entreprise, tout le temps. Et je dis tout le temps... Tout le temps par les grands cabinets. Et pour être bien honnête avec vous, c'est parce que les bases de données coûtent cher et que les petits cabinets n'ont pas les moyens de se les payer. C'est vraiment la seule raison [qui limite l'utilisation]. Sinon, on s'en sert toutes (CC6).

Finalement, comme il leur est impossible de conclure sur une valeur unique pour l'entreprise évaluée, les répondants spécifient que le processus d'évaluation nécessite habituellement le recours à plus d'une méthode d'évaluation.

Dans ma tête à moi, il faut au moins avoir deux méthodes d'évaluation. Donc plus souvent qu'autrement, c'est... la deuxième, c'est une méthode du marché, et la première, c'est soit une capitalisation des flux monétaires, ou une actualisation des flux monétaires, dépendant de si on a des projections ou pas (CC6).

Une fois les méthodes adéquates retenues pour fins d'évaluation, l'étape suivante résiderait dans l'élaboration et la validation des hypothèses et autres composantes devant être utilisées dans l'application de ces méthodes. Les répondants ont indiqué que la formulation des hypothèses nécessaires aux calculs découle des informations collectées lors de l'analyse de risque ainsi que lors de la planification initiale du mandat.

C'est toujours les faits et circonstances du dossier. [...] Il y a des faits et circonstances qui sont bien à comprendre, qui peuvent venir influencer, en disant, on prend un certain chemin. Mais il est possible que le jugement des faits et circonstances au dossier fait que j'ai une conclusion qui est différente d'un dossier à l'autre (CC1).

Ces informations, financières ou autres, ayant un impact sur les hypothèses formulées pourraient alors être de nature quantitative ou qualitative. Puisque les méthodes basées sur l'exploitation sont habituellement employées à titre de méthode d'évaluation principale ou primaire, les répondants ont en ce sens mis l'accent sur l'élaboration des hypothèses nécessaires à la détermination du taux d'actualisation ou du facteur de capitalisation, ainsi que sur les ajustements des éléments de résultat pouvant être utilisés dans les calculs, tel que relevé dans les extraits suivants.

Donc ces éléments qualitatifs-là sont certainement tenus compte dans le taux d'actualisation. Dans les projections futures, indirectement, ils vont être pris en compte. Si on dit qu'on pense aller chercher des contrats futurs, on pense aller chercher des revenus futurs, donc ces revenus-là, c'est peut-être basé sur un des projets qu'ils vont faire. Et ces projets-là découlent des fois de leur marque, leur notoriété, des nouveaux produits qu'ils vont sortir, ... Donc ces éléments qualitatifs-là sont pris en compte dans les deux cas, dans les projections et surtout dans le taux d'actualisation (CC5).

[Donc cette analyse-là, elle se répercute] dans le taux, oui. Dans le taux. Ou si on s'aperçoit qu'il y a une décroissance, on va utiliser notre pondération. Ça veut dire que s'il y a une décroissance du chiffre d'affaires, on va utiliser plus les dernières années que les prochaines années. Et même, on va peut-être anticiper la décroissance (CC8).

Également, afin de prendre en considération les caractéristiques propres à l'entreprise, à son exploitation et au contexte économique dans lequel elle opère, les répondants précisent qu'il est pertinent d'ajuster les hypothèses de travail en fonction de primes ou d'escomptes reflétant la réalité de l'entreprise évaluée.

Donc il y a beaucoup d'éléments aussi de jugement de l'évaluateur dont je n'ai pas parlé. Par exemple, des escomptes pour manque de liquidité, des escomptes pour manque de contrôle, des escomptes pour manque de négociabilité qui n'est pas la même chose que la liquidité, ... Quand on regarde le taux d'actualisation qu'on détermine nous-même, il y a beaucoup d'éléments subjectifs et il y a plusieurs éléments objectifs comme le taux sans risque. Il y a certaines statistiques qui viennent de sources externes où, par exemple, on peut trouver le taux de rendement sur les grandes capitalisations, au-delà du taux sans risque. Une autre

statistique. Après ça on a une prime pour la taille qui vient d'une autre publication. On est capable d'appuyer ça. Par la suite, tous les autres éléments d'ajustement du taux pour arriver à un taux d'actualisation ou un multiple, c'est beaucoup de jugement, de qualitatif (CC7).

Par ailleurs, ce serait à l'étape de l'élaboration des hypothèses que le capital humain serait une fois de plus pris en considération dans le processus d'évaluation d'une entreprise (CH3 dans le processus présenté précédemment à la figure 4.1). Questionnés au sujet du capital humain, les répondants précisent qu'une part non négligeable de l'analyse de risques porte en effet sur cette composante, en plus de prendre en considération plusieurs autres facteurs liés entre autres à la stratégie organisationnelle, au marché, au secteur d'activité, aux conditions économiques en vigueur et à la concurrence. Ainsi, les éléments en lien avec le capital humain figureraient parmi l'ensemble des informations obtenues lors des étapes de collecte de données et d'analyse des risques; ces informations servant ensuite à l'élaboration des hypothèses nécessaires aux différents calculs de valeur. Ainsi, le premier aspect considéré ayant un lien avec le capital humain touche les ajustements devant être apportés aux informations financières utilisées dans leurs calculs, principalement dans l'application des méthodes basées sur l'exploitation. Les répondants ont alors indiqué trois éléments des états financiers devant parfois être ajustés pour tenir compte des informations obtenues en lien avec le capital humain, et ce, avant d'inclure ces montants dans l'estimation de flux monétaires ou de résultats à la base des méthodes d'évaluation basées sur l'exploitation. La rémunération est le premier élément soulevé par les répondants, qui soulignent l'importance d'ajuster le salaire versé à la haute direction en fonction des normes en vigueur dans le secteur d'activité de l'entreprise évaluée ou dans la pratique pour le poste en question. « Donc il s'agit de savoir exactement combien ça vaut engager un tiers dans telle industrie, dans tel contexte avec un niveau de responsabilités analogues » (CC10). Selon les répondants, il ne serait pas rare de voir des salaires infiniment bas, ou encore trop élevés, en contexte de PME. Un ajustement devrait donc être porté aux résultats afin de ne pas sous ou surévaluer l'entreprise en cause.

Lorsque la rémunération de la direction, disons le propriétaire, administrateur, actionnaire, qui porte beaucoup de chapeaux, lui ou elle, sa rémunération doit être ajustée au marché quand on parle d'établir une juste valeur marchande. Donc si un tiers acheteur arrivait pour prendre possession de l'entreprise, il paierait un salaire au marché. Donc c'est plus dans cette optique-là. Ou s'il y a des membres de sa famille qui sont sur le registre de paye, on s'assure de normaliser ça à la juste valeur marchande encore là. C'est plus dans cette optique-là, plutôt que de regarder les salaires des comparables spécifiquement, non. Mais parfois, pour établir la rémunération au marché, il faut essayer de trouver des études parce que les clients n'ont pas toujours une idée de quelle serait la rémunération pour un poste équivalent dans leur industrie. Donc des fois, on regarde des études de rémunération pour tel poste, tel profil dans un secteur d'activités donné. Donc oui, dans ce sens-là, on va essayer de trouver des statistiques quand on en a besoin (CC7).

Je le fais pour tous les actionnaires-dirigeants. Ça veut dire que je prends la rémunération de chacun, donc que ce soit en dividendes ou en salaires, et on va voir dans le marché comment une personne qui fait les tâches du propriétaire X, en fonction de ses tâches et de ses responsabilités, on voudrait le remplacer demain matin, combien on devrait lui donner. [...] On ajuste les *cash flows* par rapport à ça. Mais pour les autres employés, jamais. Parce que je vais t'avouer que pour le reste, je me dis que l'entreprise doit bien payer à la juste valeur ses autres employés (CC2).

Est-ce qu'ils sont rémunérés aux normes du marché? Est-ce que leur rémunération doit être, au niveau financier, ajustée pour une évaluation qui est autonome et indépendante en fonction de l'opération de cette-dite entreprise-là? [...] Est-ce que j'ai une rémunération qui est en ligne pour ce type d'entreprise-là? Cette taille d'entreprise-là? Les ajustements, en général, qu'on fait de nature financière sont souvent avec le président ou le propriétaire opérant (CC1).

Les répondants ont identifié un autre ajustement pouvant parfois être fait aux résultats, soit celui lié au remplacement d'un dirigeant ayant annoncé son départ éventuel. Dans cette situation, les résultats servant à l'application des méthodes d'évaluation basées sur l'exploitation devraient être ajustés pour tenir compte de cette réalité et des impacts encourus. Si aucun ajustement n'est apporté aux résultats, l'utilisation de ces derniers à titre de fondements de ces méthodes d'évaluation laisserait supposer que le départ

d'un dirigeant n'a aucun impact sur le niveau de rentabilité générée par l'entreprise. À cet égard, les répondants affirment que les ajustements les plus fréquents seraient apportés en prévision des variations de dépenses futures en ce qui a trait notamment aux salaires et aux coûts de formation.

Mais l'ajustement aussi des *cash flows*. L'ajustement des *cash flows*, aussi dans mes redressements. Dans l'optique que si je sais très bien qu'il y a quelqu'un qui va s'en aller à la retraite ou quoi que ce soit, alors là, il va y avoir une dépense de formation, il va y avoir des dépenses de... Donc là, oui, il y a des *cash flows* ajustés aussi à la base (CC2).

Supposons que le directeur général vient d'annoncer qu'il prend sa retraite dans un an, qu'il a commencé à former l'employé, mais qu'il n'est pas encore prêt. Je vais venir beaucoup normaliser monétairement au niveau de son salaire, à ce moment-là. Donc on en tient compte quand même, mais c'est dans un contexte très, très spécifique. Donc oui, dans un cas comme ça, je pourrais en tenir compte (CC3).

Selon les répondants, le même type d'ajustement s'appliquerait également aux dépenses de formation lorsque le taux de roulement des employés est élevé au sein de l'entreprise évaluée.

Si on dit que c'est une main d'œuvre qui tourne, que le taux de rotation est toujours très élevé, qui va faire que l'entreprise a toujours des coûts de formation plus élevés, alors ça, ça peut jouer sur la valeur. Je peux le voir dans une optique... on évalue une entreprise où le taux de roulement est tellement élevé que cela fait en sorte que sa ligne « formation » [aux états financiers] est toujours très élevée, alors ça, ça a un lien sur l'évaluation. Parce que la main d'œuvre quotidienne roule toujours. Ils ne sont pas capables de la maintenir. Ce qui fait que ça coûte cher en formation (CC5).

Toujours à l'étape de l'élaboration des hypothèses, les répondants indiquent que le capital humain aurait également un impact sur la détermination du taux d'actualisation. Ainsi, sans qu'une valeur financière y soit attribuée distinctement, le capital humain

aurait alors un impact sur la valeur financière de l'entreprise déterminée par la méthode de l'actualisation de flux monétaires ou de résultats.

Nous autres, on le considère dans le taux d'actualisation, quand on prend la méthode du *build-up*, par l'accumulation, pour déterminer le coût des fonds propres. Et dans nos primes spécifiques, ça va être dans ces éléments-là qu'on va avoir considéré le capital humain. Ou quand il y a des personnes clés dans une organisation, qu'on détermine qu'il devrait y avoir un escompte, là on pourrait y ajouter une prime ou escompte dans certains cas, qui serait basé sur la jurisprudence canadienne en évaluation. Mais dans la majorité des cas, c'est dans la prime spécifique, dans le taux, qu'il est pris en considération. Il n'y a pas de valeur. C'est un taux (CC2).

La valeur financière du capital humain va se matérialiser dans le taux de rendement qu'on va exiger, plus au niveau du risque spécifique qui va venir déterminer notre taux de rendement. C'est sûr et certain que, indirectement, la valeur du capital humain, c'est elle qui sert à générer la profitabilité sur laquelle je vais me baser pour établir la valeur de l'organisation. Mais je ne peux pas dire à quel degré ou à quel montant elle y participe. [...] Après ça, au niveau qualitatif, pour déterminer notre risque spécifique relié à cette organisation-là, c'est là qu'on va en tenir compte beaucoup du capital humain. C'est-à-dire que si j'ai une entreprise qui a un *one-man-show*, qui a un propriétaire unique, que demain matin il a un accident, c'est plus vulnérable. Donc pour moi, dans un contexte de JVM, le taux de rendement que je vais exiger va être plus élevé, étant donné que c'est un monsieur qui n'a pas d'équipe, qui n'a pas d'employé clé ou quoique ce soit. Donc c'est à ce niveau-là qu'on va en tenir compte (CC3).

Par ailleurs, non seulement le capital humain semble influencer le taux utilisé lors de l'actualisation de flux monétaires ou de résultats, il appert qu'il aurait également un impact direct sur la rentabilité générée par l'entreprise évaluée.

La valeur financière du capital humain, je crois qu'elle est indirectement prise en compte, à mon avis, dans la mesure où si j'ai un capital humain de qualité, ça devrait se refléter sur les résultats de l'entreprise. Si j'ai des employés motivés, si j'ai des employés avenants avec la clientèle, ça devrait se percevoir dans les chiffres. Donc des flux monétaires plus forts, puis donc, incidemment, c'est pris en compte

dans la valeur. Un autre facteur, et ça c'est peut-être le facteur qui donne de la valeur au capital humain, c'est dans le cas où j'ai des personnes clés. Donc du capital humain qui est clé, on tient quand même compte du risque rattaché à ça. Donc dans notre facteur de capitalisation, si on décèle que j'ai des personnes clés, et si jamais je perdais ces personnes-là, ça aurait un impact sur ma valeur... ça pourrait être pris en compte dans le taux de capitalisation. Donc avec l'augmentation du risque, ça pourrait avoir un impact dans l'autre sens, donc une diminution de la valeur de l'entreprise. Donc je dirais qu'il est pris en compte, oui. On regarde un peu, des fois, la liste d'employés. On est conscients de ces éléments-là. On n'aura peut-être pas une ligne ou une documentation directement spécifique rattachée au capital humain. Mais comme je dis, ça peut affecter positivement, dans le sens où les chiffres sont là parce que j'ai des bons employés. Ou si on est conscients que le capital humain a une déficience, il y a un très gros risque qui est rattaché. Beaucoup de pouvoir entre les mains d'une seule personne, beaucoup de *know-how*, ça pourrait baisser la valeur aussi. Donc je pense que c'est la façon dont il se retrouve à être pris en compte (CC4).

Puis après avoir établi l'ensemble des hypothèses nécessaires à l'application des méthodes d'évaluation, le professionnel pourrait procéder à la modélisation financière en soi.

Souvent, c'est de l'entrée de données d'états financiers des cinq dernières années, des projections financières. On fait l'analyse de ça. On regarde les revenus et les charges, voir s'il y a des éléments de normalisation à apporter. Donc s'il y a des années où ça nous paraît un petit peu inhabituel, on regarde les tendances, on regarde les moyennes et on pose les questions au client pour savoir s'il y a quelques choses, un élément non récurrent ou des éléments non opérationnels dans les états financiers, tant au niveau de l'état des résultats que du bilan. [...] On fait notre propre recherche, au niveau, s'il y a des comparables, des sociétés ouvertes, transactions. On va aussi déterminer un taux d'actualisation ou un multiple si c'est une capitalisation de flux monétaires. Et là, on fait nos calculs (CC7).

Ultimement, la phase de l'évaluation financière se terminerait par l'établissement d'une fourchette de valeurs applicables à l'entreprise évaluée, tel qu'exigé par les normes professionnelles régissant la pratique des répondants.

Dans tous les rapports d'évaluation, c'est une exigence de l'Institut canadien des experts en évaluation. On ne peut jamais statuer sur une valeur. C'est toujours une fourchette de valeurs, étant donné qu'on dit toujours que l'évaluation d'entreprises n'est pas une science exacte, mais plus un art. Ça repose sur des hypothèses. Ça repose sur des méthodes. Donc c'est sûr qu'on ne peut pas avoir la science exacte, de dire que ça vaut tant. Donc ça va être une fourchette de valeurs basée sur les méthodes et les approches, les hypothèses qu'on a utilisées (CC5).

En ce sens, les répondants affirment que les valeurs devant composer cette fourchette sont habituellement obtenues par le recours à des méthodes d'évaluation différentes, par la variation des hypothèses utilisées dans ces méthodes, ou tout simplement par l'application de différents scénarios (par exemple, pessimiste et optimiste) dans la présentation des informations financières servant de base à l'évaluation.

L'idée, c'est que lorsqu'on détermine un taux d'actualisation, on reconnaît que c'est une estimation. Donc en général, on se donne une fourchette de taux, et également au niveau du flux monétaire. Par exemple, c'est une capitalisation de flux monétaires, on va déterminer un flux monétaire caractéristique. Mais on reconnaît qu'encore là, ça peut être à l'intérieur d'une fourchette. Donc la fourchette de taux, la fourchette de flux monétaires, nous donne une fourchette de valeurs en bout de ligne. Parfois aussi, pour des multiples de comparables, on va reconnaître qu'il y a une fourchette, la moyenne, la médiane, on va se donner une fourchette. Quand c'est la méthode basée sur les actifs, là c'est plus un seul chiffre, à moins qu'il y ait des ajustements de valeur au niveau des actifs, où on pourrait se donner une fourchette de valeurs pour chacun des éléments d'actif. Mais en général, si tu parles du bilan, c'est un chiffre. Donc ça dépend (CC7).

Et une des grosses données qui vient faire affecter ces fourchettes-là, et encore là, ces pourcentages-là ne sont pas définis, c'est vraiment une règle d'expérience, et c'est personnel au niveau du jugement, c'est le taux de rendement appliqué aux flux monétaires. Le taux de rendement appliqué aux flux monétaires va être impacté par la force de travail, encore une fois, ou le groupe de capital humain. Plus il est jugé risqué, plus on va augmenter la fourchette. Mais pas nécessairement agrandir la fourchette, mais augmenter le facteur de risque, versus le baisser (CC1).

Nous autres, on fait des analyses de sensibilité. Mais on ne fait pas de Monte Carlo, parce que les Monte Carlo, c'est très théorique. Moi, j'aime mieux faire varier notre variable importante, qui est notre taux. Et je le fais varier en fonction de certaines hypothèses, selon une certaine fourchette. [...] OÙ, nous autres, on fait jouer notre fourchette, c'est en fonction du taux d'actualisation. Et ce taux d'actualisation-là, ce n'est pas sur le coût de la dette, ce n'est pas sur le taux sans risque ou... Il y a la prime de marché et les primes spécifiques qui sont relatives à l'entreprise en soi. Donc c'est dans ces éléments-là que sont établies les fourchettes. Et dans les primes spécifiques, c'est beaucoup le capital humain (CC2).

Ainsi, la phase d'évaluation d'entreprise se terminerait par l'établissement de cette fourchette de valeurs, qui devra ensuite être validée et présentée au client.

4.1.1.4 Conclusion du processus

La dernière phase du processus d'évaluation est celle de la conclusion, lors de laquelle les répondants affirment procéder à la validation des valeurs obtenues suite à l'évaluation de l'entreprise en question. Bien que l'établissement d'une fourchette de valeurs et l'application de plus d'une méthode d'évaluation permettent d'entrée de jeu de confirmer la plausibilité des valeurs obtenues, les répondants précisent qu'ils valident également ces dernières par différents mécanismes internes. Un de ces mécanismes consisterait à confronter les hypothèses élaborées dans le cadre de l'évaluation avec celles qu'auraient retenues d'autres collègues, tel que souligné dans les propos suivants. « Les deux gars vont se *challenger* premièrement ensemble. On va se réunir les trois. Et suite à ça, je vais *challenger* les hypothèses d'évaluation » (CC2). Une autre forme de mécanisme de validation interne consisterait à comparer les valeurs obtenues pour l'entreprise évaluée à celles obtenues lors de la réalisation d'un autre dossier similaire.

C'est le *fun* d'avoir deux têtes qui passent dessus. Après ça, quand notre valeur est attachée, on la compare beaucoup à des anciennes évaluations qu'on a faites ici. Nous autres, tout est répertorié par secteurs d'activité. Donc on est capable de venir se *challenger* (CC3).

En contexte transactionnel, la validation de la valeur pourrait également se faire indirectement par l'identification des actifs intangibles englobés dans la valeur de l'écart d'acquisition, ou goodwill, payé lors d'une transaction portant sur l'entreprise évaluée. Une fois l'évaluation complétée, les répondants précisent que la valeur globale attribuée à l'écart d'acquisition devrait être soutenue par les actifs intangibles ne figurant pas distinctement aux états financiers de l'entreprise évaluée.

J'évalue une société. J'arrive avec une fourchette de valeurs. J'évalue ma société en fonction de mon actif net redressé, pour arriver avec mon intangible. Quand j'arrive avec mon intangible, mon achalandage, mon goodwill, après ça, c'est à moi de justifier. Avec l'achalandage auquel j'arrive, est-ce qu'il y a une raison derrière ça? Est-ce que c'est plausible? Donc, derrière ça, quand je détermine que j'ai un million d'achalandage, je peux le mettre à la réputation de la société. Je le mets par rapport à ses marques de commerce. Je le mets par rapport à sa notoriété qu'elle a su bâtir, son nom, etc. Mais c'est à nous, en tant qu'évaluateur, quand on arrive à une valeur de goodwill, de se mettre dans la tête : « OK, est-ce que c'est plausible? » Je n'essaie pas de déterminer à l'avance quel est mon achalandage. C'est plutôt à la fin, quand j'arrive avec une conclusion, d'essayer de le justifier (CC2).

Selon les répondants, les actifs intangibles englobés dans l'écart d'acquisition seraient fréquemment liés au capital humain (CH4 dans le processus présenté précédemment à la figure 4.1).

Dans le goodwill, on peut dire, qu'est-ce qui fait que cette entreprise-là, on l'a payée plus que la valeur comptable? Dans tout ça, il y a la notoriété de l'entreprise, il y a plein de choses. Et évidemment, on peut inclure le facteur humain. De dire pourquoi que ça vaut plus que la valeur comptable. Dans ce goodwill-là, c'est entre autres le capital humain qui est là depuis longtemps, l'équipe de créateurs artistiques, l'équipe de développement de TI, ils ont tellement d'idées, ce qui fait que, justement, on est prêt à payer plus que la valeur comptable (CC5).

Ainsi, le fait de distinguer les éléments compris dans l'écart d'acquisition permettrait non seulement de valider la plausibilité de la valeur globale déterminée pour

l'entreprise, mais permettrait également de reconnaître une certaine forme de contribution de la main d'œuvre à la valeur globale de l'entreprise.

Quand on fait l'évaluation, on renverse l'évaluation et on se dit ok, ça vaut 15 millions la valeur des actions. L'avoir net comptable est peut-être de 8 millions. Ça veut dire qu'il y a 7 millions d'achalandage. C'est quoi cet achalandage-là? Est-ce que ce sont des brevets? Est-ce que c'est de la technologie? Ce sont des employés? C'est quoi? Est-ce que c'est une exclusivité quelconque? Un goodwill de localisation? Il faut être capable de le rationaliser et de mettre des taux économiques là-dedans (CC10).

Dès lors, il semble que le capital humain figurerait parmi les actifs intangibles soutenant une partie de la valeur déterminée pour une entreprise. Toutefois, en aucun cas le capital humain ne ferait l'objet d'une évaluation financière distincte dans le but de présenter cette information à même les états financiers ou dans tout autre rapport provenant de l'entreprise évaluée.

Mais je viens voir, est-ce que la valeur que j'ai attribuée, et ce qui me reste de goodwill, après ça, est-ce que ça fait du sens? Donc c'est comme ça, un peu, qu'on vient se *benchmarker* (sic). Mais on ne fait pas d'évaluation formelle du capital humain (CC9).

Ensuite, une fois la validation interne effectuée, les répondants précisent que leur travail fait également l'objet d'une approbation externe puisque le client doit habituellement donner son aval sur le travail réalisé par le professionnel de l'évaluation.

J'envoie un projet de rapport au client. Dans certaines situations, juste pour valider des informations, surtout qualitatives, parce que quantitatif, on les a souvent validées au téléphone, donc c'est plutôt l'historique ou certains points appropriés à l'entreprise (CC2).

À la toute fin du processus d'évaluation, le professionnel émettrait son rapport dans lequel il précise la portée de son travail ainsi que les résultats obtenus. Ce rapport serait destiné au client ayant demandé les services d'évaluation.

Donc c'est toujours un rapport écrit. De toute façon, notre Ordre exige qu'on écrive des rapports dès qu'on fait une évaluation. Donc on n'a pas vraiment le choix. Mais soit qu'on présente le rapport verbalement ou visuellement, ou bien qu'on l'envoie. Mais d'une façon ou d'une autre, ils ont un rapport écrit (CC6).

À présent que les différentes phases du processus d'évaluation ont été présentées, il importe de préciser la façon dont les diverses composantes du capital humain sont prises en considération lors de ce processus.

4.1.2 Évaluation financière du capital humain

Avant d'aborder les méthodes d'évaluation spécifiquement applicables au capital humain, les répondants ont précisé que la valeur de ce genre d'actif incorporel n'était pas systématiquement déterminée dans le cadre de l'évaluation d'une entreprise dans son ensemble, sauf en contexte spécifique d'allocation du prix d'acquisition.

Est-ce qu'on en fait une évaluation directe, quantitative, de chacun, hormis les ajustements des dépenses, pour venir déterminer les flux monétaires? Pas toujours. Il y a un contexte d'allocation de prix d'achat, où on va le faire plus directement, qui est une méthode qui est intéressante. Mais sinon, on va simplement venir ajuster ces dépenses-là, mais aussi dans l'analyse de ce qu'on appelle les forces, faiblesses, risques et opportunités (CC1).

En ce sens, le capital humain ferait davantage l'objet d'une analyse qualitative portant principalement sur le niveau de risque généré par celui-ci. Ainsi, malgré le fait que le capital humain ne fasse pas l'objet d'une évaluation distincte, sa valeur pourrait être prise en considération par l'entremise du taux de risque utilisé lors de l'évaluation globale d'une entreprise.

C'est marqué d'un point de vue qualitatif. Et dans la conclusion du rapport, c'est vraiment... À telle date, la société, la valeur des actions de la société se chiffrent entre X et Y. Je présente une analyse de sensibilité, c'est quoi les fourchettes, c'est quoi l'achalandage par rapport à ces fourchettes-là, puis on justifie. Donc l'achalandage est de tel montant, qui correspond à capital humain, notoriété, etc. Donc il n'y a pas de valeurs associées à chacun de ces éléments-là. [...] Mais en réalité, je sais très bien combien d'escompte on a mis. Ou combien de prime on a mis par rapport à ce critère-là. C'est juste que je ne veux pas mettre le montant. Parce qu'en réalité, si je mets une prime qui varie entre 3 et 5%, je le sais que ça peut valoir un 100 000 en réalité (CC2).

De cette façon, la valeur du capital humain se retrouverait alors englobée dans la valorisation effectuée pour l'entreprise dans son entièreté, tel que précisé par les répondants. « Le capital humain, la valeur est incluse dans la valeur globale de l'entreprise » (CC7). En ce sens, le capital humain figurerait parmi l'ensemble des éléments soutenant la valeur globale attribuée à une entreprise. « C'est vraiment un bouquet de facteurs. Puis c'est le pour et le contre, et c'est ça qui fait la valeur de l'entreprise. Donc on dit que la valeur [du capital humain] est indirectement prise en compte » (CC4). Malgré ce fait, certains contextes nécessiteraient tout de même d'estimer la valeur attribuable à la main d'œuvre en place dans l'entreprise évaluée.

Ça dépend du contexte. Ce n'est pas ce qui nous est demandé, d'évaluer le capital humain. [...] Donc dans un cadre purement de préparation d'états financiers, donc de support à la certification, oui, il faut évaluer spécifiquement la valeur des ressources pour déterminer la valeur des autres actifs incorporels, entre autres, parce qu'il y a une approche un petit peu de rendement marginal, de super profit, qui est prise avec des charges économiques correspondantes (CC10).

Afin de parvenir à une estimation de valeur pour le capital humain, les répondants ont recours à certaines techniques, s'apparentant parfois aux méthodes d'évaluation théoriques développées spécifiquement pour des actifs incorporels.

4.1.2.1 *Évaluation basée sur les coûts*

Parmi l'ensemble des méthodes répertoriées, la plus fréquemment utilisée en contexte de capital humain serait celle du coût de remplacement (ou coût de reproduction puisque les répondants considèrent que ces deux types de coût sont pratiquement identiques en ce qui concerne leurs analyses financières).

Essentiellement du coût de remplacement. Je pense qu'il y a plusieurs façons de le faire, mais l'approche qui est communément employée, c'est une approche de coût de remplacement parce que c'est la plus logique. Si on dit que la somme des coûts engagés, que ce soit des coûts de recrutement, même l'*overhead* de notre entreprise qui est affecté au recrutement des ressources, l'entraînement des ressources, le manque de productivité ou l'entraînement, ce sont des synonymes, c'est le plus gros coût en général. [...] Donc l'approche de coût de remplacement est souvent l'approche la plus raisonnable parce que c'est la plus facile, la plus directe à employer (CC10).

Selon les répondants, la technique du coût de remplacement serait entre autres utilisée en contexte d'allocation du prix d'acquisition, réalisée suite à une transaction d'achat d'entreprise. Dans un tel contexte, les répondants affirment avoir recours à un coût de remplacement déprécié. Selon cette méthodologie, la valeur du capital humain serait donc moindre, de manière à refléter un certain niveau de désuétude au sein de la main d'œuvre actuellement en place.

Vous savez que dans l'allocation du prix d'acquisition, la main d'œuvre est évaluée, sans être montrée séparément dans l'état financier. On dit que ça fait partie du goodwill. Et la méthode qui est utilisée pour évaluer la main d'œuvre, c'est le coût de remplacement déprécié; étant combien ça coûte pour recruter, entraîner, former l'individu, et combien de temps. Et c'est de même qu'on détermine la valeur de la main d'œuvre (CC6).

Ainsi, la détermination du coût de remplacement de la main d'œuvre, soit l'ensemble des coûts devant être assumés pour recréer la force de travail existante, permettrait

d'estimer la valeur contributive de celle-ci par rapport à la valeur globale déterminée pour une entreprise.

Donc, ni plus ni moins, systématiquement, on vient évaluer la force de travail comme actif contributif à cette relation client. [...] Donc on vient les évaluer. Et la méthodologie qui est reconnue, à ce moment-là, qui est la plus fréquente et qui ne fait pas toujours, au niveau de son exécution, l'unanimité dans l'industrie, mais qui est reconnue par tous les grands cabinets, à tout le moins, c'est le coût de remplacement. [...] Donc où on vient dire, aujourd'hui, si j'étais un multimilliardaire et que je n'avais aucune limite, et si je voulais recréer la force de travail en question de l'entité que je regarde, pour laquelle je fais l'allocation de prix d'achat, combien ça me coûterait? Combien ça me coûterait en frais de recrutement? Donc pour les exécutifs, ce sont en général des estimations de coût de chasseurs de tête. Pour les gens qui sont peut-être plus au niveau de l'exécution, ça va être des estimés de coûts de recrutement par annonces générales ou frais de recherche, dépendant des cadres et des besoins. Ça va être aussi une estimation de coût de formation pour amener cette force de travail là à son état actuel. Donc combien de temps ça me prend et combien de temps ça me coûte en salaires payés, mais qui ne sont pas nécessairement très efficaces, au niveau de l'efficacité actuelle? Recrutement, formation, et mois d'apprentissage. Par le nombre d'employés, par grandes catégories, pour dire ça me coûterait combien recréer cette force de travail-là aujourd'hui? [...] Et, en général, ce qu'on fait aussi, c'est une règle du pouce, en disant, par industrie, compte tenu de la force de travail de ce groupe-là, est-ce que par employé, ce coût de recrutement-là et de remplacement-là a du sens? Donc on vient diviser par le nombre d'employés pour se donner un ordre de grandeur, pour voir si ça a du bon sens (CC1).

L'ensemble des coûts ainsi estimés serviraient ensuite à établir une charge contributive fictive permettant de soutenir la valeur attribuée à une entreprise dans sa globalité.

Donc si on retourne à notre répartition du coût d'acquisition, on doit évaluer chacun des actifs corporels et incorporels de l'entreprise. Et ça, évidemment, il y en a des éléments qu'on retrouve au bilan. Les comptes à recevoir, les stocks, les immobilisations. Ça, ça va. Par la suite, nous on fait un travail en tant qu'expert pour la direction au moment de la répartition du coût d'acquisition. Lors d'un regroupement d'entreprises, on doit évaluer certains éléments d'actifs incorporels pour leur attribuer

une valeur spécifique. Ça ne va pas tout au goodwill maintenant. Donc là, parmi les éléments qu'on retrouve fréquemment, on a les relations clients, les contrats avec les clients, on a les ententes de non concurrence qu'on doit évaluer spécifiquement, des technologies des fois, marques de commerce, ... Donc disons qu'on évalue trois, quatre, cinq éléments d'actifs incorporels. Un des éléments qu'on doit évaluer pour arriver à la valeur de certains actifs incorporels, c'est la main d'œuvre en poste parce qu'il faut calculer une charge contributive à l'encontre des flux monétaires. Je m'explique. Pour la méthode, qu'on appelle la méthode des *multi-period excess earnings*, on parle de l'ensemble des flux monétaires de l'entreprise. Disons qu'on prend comme mesure le BAIIA global de l'entreprise, on doit ensuite attribuer un rendement à chacun des éléments d'actifs qui contribuent à générer les flux monétaires. [...] Et par la suite, on applique les charges contributives, par exemple, sur les immobilisations. Donc un rendement sur les immobilisations. Après ça, un rendement sur, disons, la marque de commerce qu'on a évalué à part aussi. Après ça, on a un rendement sur la main d'œuvre en poste. C'est pour ça qu'on doit la quantifier distinctement parce qu'elle n'est pas présentée au bilan de l'entreprise, elle fait partie du goodwill. Mais aux fins des charges contributives, on doit l'évaluer. Et ce qu'on évalue, c'est qu'on évalue les coûts de recrutement et de formation de la main d'œuvre en poste. Donc combien ça coûterait recruter tous les employés qui sont déjà là et les former pour arriver à une pleine efficience dans leur travail? Donc dans ce contexte-là, on fait l'exercice, vraiment spécifiquement. [...] Donc dans cet exercice-là, on fait vraiment l'analyse spécifique de la valeur de la main d'œuvre en poste. Chose qu'on ne fait pas nécessairement quand on fait une évaluation d'entreprises à d'autres fins (CC7).

Par la suite, les répondants précisent que la technique du coût de formation n'est pas utilisée distinctement de celle du coût de remplacement, puisque ce coût engloberait habituellement les frais devant être assumés pour former les employés et les amener à un niveau de productivité équivalent à celui de la main d'œuvre actuellement en place. « [Le coût de formation] fait partie de mon calcul, où je parlais du niveau d'inefficacité et du temps qui est nécessaire pour ramener la force de travail à son état actuel. C'est inclus » (CC1). En ce sens, le coût de remplacement ou de reproduction serait perçu comme étant le total des frais et des pertes devant être assumés pour qu'une main d'œuvre nouvellement en place au sein d'une entreprise puisse être à un même niveau

de productivité que celui actuellement atteint, ce qui inclurait également les coûts de formation.

En fait, quand je dis coût de reproduction, essentiellement, il y a deux choses. C'est dire, ça coûte combien pour recruter ces gens-là? [...] Et après ça, on va avoir les coûts de formation. Donc pour rendre la personne pleinement productive, mais pas à 100 % productive, mais ce qui est sa productivité normale. Donc qu'est-ce que ça prend comme formation? Souvent, quand on arrive avec des gestionnaires, ils coûtent plus cher à recruter, mais ils coûtent possiblement moins cher à former parce qu'ils vont être plus vite dans le bain. Parce que des gens avec moins d'éducation, ils ne coûtent pas chers à recruter, mais ils coûtent plus chers à former (CC9).

De plus, sans vouloir déterminer précisément la valeur du capital humain, les répondants affirment que les coûts de formation sont plutôt estimés de manière à les prendre en considération lors de la formulation d'hypothèses touchant les résultats ou les flux monétaires générés par l'entreprise évaluée et servant de base aux méthodes traditionnelles d'évaluation basées sur l'exploitation.

Mais on ne s'est jamais fait poser la question. Ou peut-être que l'entrepreneur l'a fait de son côté. Parce que lui, il a une bonne connaissance, par rapport à ça. Il fait un calcul, bon, si je suis obligé d'engager tant d'employés, ça va me coûter tant pour la formation. Je pense qu'on en est conscient, mais on ne met pas nécessairement de chiffres là-dessus (CC4).

C'est d'estimer combien de temps que ces employés-là ne seront pas productifs et d'essayer d'estimer le coût de non productivité et de l'intégrer dans nos ajustements du BAIIA. [...] Soit qu'on le mette dans l'intégration de notre détermination de notre flux monétaire. Ou juste, si on est capable de dire pendant cinq ans, qu'on va avoir des coûts spéciaux et qu'on les actualise, on peut peut-être juste les rajouter aussi à notre prix de vente ou notre prix d'achat (CC8).

Quant aux coûts évités, les répondants y voient un parallèle entre ces derniers et les coûts de remplacement de la main d'œuvre existante. « Donc c'est de dire, ça sauve quoi sur ces coûts de reconstruction. Donc ce serait quoi le coût pour remplacer cette

main d'œuvre-là? Si tu es pour réembaucher demain matin, combien que ça me coûterait? » (CC9). La technique des coûts évités serait donc rarement utilisée distinctement de celle du coût de remplacement; les coûts évités étant alors considérés comme faisant partie du coût total nécessaire à la reconstruction de la main d'œuvre.

4.1.2.2 *Évaluation basée sur l'exploitation*

Ensuite, parmi les méthodes d'évaluation basées sur l'exploitation, les répondants considèrent qu'il serait possible d'avoir recours à la technique de l'actualisation des estimations de revenus générés afin d'évaluer le capital humain, mais que cette technique ne serait pas mise à profit dans les mandats actuels d'évaluation.

Mais si certaines entreprises ont des lignes d'affaires qui n'existent que parce qu'un individu est en place, ça devient assez facile de dire, l'apport de cet individu-là, c'est telle ligne d'affaires et telle rentabilité versus le fait de l'avoir ou pas, finalement. Donc ça pourrait être une façon de le voir (CC10).

Encore une fois, à défaut d'utiliser cette technique dans le but précis de déterminer une valeur financière pour le capital humain, les estimations de revenus générés seraient considérées comme des données servant à l'élaboration et à la justification des hypothèses devant être formulées lors de l'évaluation d'une entreprise par le biais de méthodes traditionnelles d'évaluation basées sur l'exploitation.

On y va indirectement. Dans une entreprise spécialisée dans l'hydraulique, avec beaucoup d'installations, il y avait une personne qui était très, très callée en hydraulique, en systèmes hydrauliques. Et c'est quand même rare sur le marché. Et puis il y avait un litige entre des actionnaires. Et là, ce qu'on disait c'est que, forte concentration de *know-how* dans cette personne-là. On a dit : « Regardez, avec cette personne-là, tu peux générer un BAIIA de 550 000. » Puis là, on a essayé de démontrer à l'autre actionnaire : « Regardez, enlèves-la, cette personne-là, et on pense que le BAIIA va peut-être chuter à 200 000. Tu vas avoir une énorme perte de clientèle. Tu ne seras pas capable de la remplacer rapidement. » Donc sans faire une évaluation complète, je

pense que notre but, c'était... on a essayé de faire un travail, des calculs et de démontrer l'impact que ça pourrait avoir sur le BAIIA, la perte de cette personne-là. Puis là, après ça, on l'a transformé comme dans le multiple, dans l'évaluation du risque. Donc oui, effectivement, on se pose la question par rapport, des fois, à une entreprise et cela a un impact sur le multiple d'évaluation de la prime de risque. [Mais ce n'est pas évalué distinctement] parce que c'est trop difficile. Il y a trop d'incertitudes. On sait qu'il est bon. On sait qu'il est important. Mais de savoir c'est quoi l'impact sur le flux monétaire attendu si je le perds, c'est très, très difficile à quantifier. C'est ça qui est la principale difficulté. Est-ce que je vais perdre 300 000 de chiffre d'affaires? Est-ce que je vais perdre un demi-million? Personne ne le sait. Il faudrait le faire à rebours. Il faudrait attendre que le temps passe : « Ah! Je l'ai perdu. Mais finalement c'est vrai! Le BAIIA a baissé de 200 000. » Mais encore une fois, on en viendrait à dire : « Est-ce que c'est seulement ça ou s'il y a eu d'autres facteurs externes? » Donc c'est très, très difficile à cerner. C'est pour ça que c'est plus rarement fait (CC4).

Ainsi, bien que cette technique ne soit pas utilisée pour déterminer la valeur distincte du capital humain, la prise en considération de ce dernier sur l'élaboration des hypothèses servant à la valorisation entière de l'entreprise semble démontrer l'existence d'un impact financier réel directement attribuable au capital humain.

4.1.2.3 Évaluation basée sur les comparables

Puis questionnés sur la méthode des transactions comparables, les répondants ont indiqué que celle-ci serait difficilement applicable en contexte d'évaluation distincte du capital humain puisque peu de comparables existent à cet égard. « C'est ce qui fait aussi l'unicité de son entreprise, son capital humain. C'est pour ça que j'aurais de la misère à faire des comparables avec ça » (CC9). En ce sens, l'inexistence d'un marché où se transigerait le capital humain semble mettre un frein important à l'utilisation d'une telle méthode, de par le manque de données nécessaires à son application. « Non, honnêtement, je n'ai jamais vu de données là-dessus, non plus. Et c'est un peu la limite intrinsèque, [...] on ne vend pas des gens. On n'est pas dans ce milieu-là » (CC1). Ainsi, la recherche de comparables en contexte de capital humain ne serait utilisée qu'à des fins d'ajustement des éléments de résultat servant de fondements aux méthodes

traditionnelles d'évaluation basées sur l'exploitation, de manière à obtenir des données reflétant la réalité financière de l'entreprise évaluée.

C'est clair qu'on le fait parce qu'on voit deux choses. Une personne qui souhaite vendre une compagnie, il y a des gens particulièrement intelligents qui arrêtent de se verser des salaires deux à trois ans avant de vendre. Donc la rentabilité est surévaluée. Des gens qui ont souvent bien réussi. Donc il s'agit de savoir exactement combien ça vaut engager un tiers dans telle industrie, dans tel contexte avec un niveau de responsabilités analogues. Dans d'autres cas, il y a des gens qui siphonnent littéralement les compagnies. Et ce n'est pas parce que quelqu'un siphonne une compagnie, et il se prend une rémunération qui est presque outrancière, que l'actif ne vaut rien. Parce que si je l'achetais demain matin, on se débarrasse de l'individu et on se paie un salaire économique. Ou on met quelqu'un à distance qui reçoit des conditions de marché. Et l'actif vaut ce qu'il vaut. Donc oui, c'est clair qu'il y a, dans tout dossier d'évaluation, il y a toujours une question qui se pose quant au niveau de rémunération économique des individus (CC10).

En ce sens, la recherche de comparables par les répondants de ce profil aurait pour principale, voir unique, objectif d'obtenir des informations financières reflétant la réalité du marché dans lequel l'entreprise évaluée est exploitée.

4.1.2.4 Méthodes théoriques

Finalement, parmi les méthodes théoriques développées spécifiquement pour l'évaluation d'actifs incorporels tels que le capital humain, les répondants ont identifié la théorie des options réelles comme étant une méthode connue en pratique, mais rarement utilisée. « Je vous répondrais que généralement, on ne touche jamais à cette approche parce que c'est un petit peu *garbage in, garbage out*. Un modèle d'options, c'est ultra-sensible, c'est très théorique » (CC10). Dès lors, les hauts niveaux de complexité et de subjectivité entourant l'application de la théorie des options réelles jettent le doute sur son apport potentiel à l'évaluation financière du capital humain.

Non. La réponse est non. Et je peux vous donner un paquet de raisons pourquoi. [...] Par définition, des options réelles, ça surévalue tout. En tout cas, c'est mon opinion. Puis en plus de prendre une option [prétendant] qu'à cause que l'entreprise engage beaucoup, ça veut dire qu'elle a une plus grande valeur, alors qu'elle peut mettre dehors, aussi. Ou ils peuvent partir. Et ça ce n'est pas considéré dans l'option réelle. Donc la réponse est non. Et je viens juste de finir mon dernier mandat. C'était ça. Il engageait, il engageait. Il était tout fier de dire qu'il engageait. Oui, mais il engageait et il mettait dehors aussi vite. Donc ça ne donne absolument rien d'engager quand tu as du roulement qui fait que ton capital humain n'est jamais là plus qu'un an, deux ans. Donc ils n'acquièrent jamais l'expérience et l'expertise nécessaire pour opérer (CC6).

Ainsi, les répondants du profil CC affirment qu'aucune autre méthode d'évaluation financière n'est utilisée pour déterminer la valeur du capital humain.

4.1.2.5 Évaluation qualitative

Tel que démontré dans la description du processus d'évaluation, il appert que le capital humain fasse davantage l'objet d'une évaluation de nature qualitative, portant sur les facteurs pouvant augmenter ou réduire le risque lié à l'exploitation de l'entreprise évaluée par la main d'œuvre qu'elle emploie. « Je vous dirais que le qualitatif devient excessivement important, surtout quand on fait les entrevues » (CC4). Considérant alors la prépondérance de l'impact de ces facteurs humains dans l'analyse de risque ainsi que dans l'élaboration d'hypothèses de calculs, les répondants ont spécifié qu'aucune technique d'évaluation n'était formellement appliquée. Il semble alors que le jugement professionnel et l'expérience des répondants soient les principales techniques servant à l'appréciation de la qualité du capital humain œuvrant au sein d'une entreprise, tel que mentionné dans les extraits suivants.

Expérience, jugement, et adaptés au cas par cas. [...] C'est rarissime que je sorte un rapport sans avoir parlé aux gens, avoir compris l'ensemble de l'entreprise, sans nous être déplacés directement là, et avoir pris le pouls. C'est un peu l'exercice du jugement aussi. Et encore une fois, c'est du cas par cas. Il y a des clients récurrents qu'on connaît,

ça va. Il y en a d'autres que... Mais, en général, oui, on va avoir un contact humain. Et c'est au moins à distance, par téléphone, rencontre au bureau ou rencontre là-bas, pour pouvoir faire le tour du jardin, effectivement (CC1).

Une évaluation d'entreprise, c'est très subjectif. C'est plus de 50 % subjectif que scientifique. [...] C'est dans ce sens-là que je regarde. Il faut que ça fasse du sens. Il faut que ça fasse du gros bon sens. Le test, le *smell test* que j'appelle, ce sont tous mes *smell tests*, j'en ai en quantité industrielle. Mais est-ce que ça sent bon, à la fin de la journée? Est-ce que ça a de l'allure? Et puis ça, c'est excessivement important. Donc le capital humain, pour répondre à votre question, est-ce que c'est nécessaire de le quantifier? Non. Mais c'est nécessaire d'avoir une idée de sa valeur relative aux autres actifs (CC6).

C'est plus le jugement parce qu'il n'y a aucun dossier qui est vraiment standardisé. [...] C'est du cas par cas, vraiment, ce n'est pas une liste de... il n'y a pas de *check list* dans notre travail (CC7).

Mais pour chiffrer quelque chose, ça va être plus un *feeling* qu'on va avoir avec le client quand on va le rencontrer (CC8).

Donc il faut être capable d'avoir fait une analyse financière et être capable d'avoir... Il faut avoir une certaine culture d'affaires. Il faut avoir aussi une culture, je ne veux pas dire plus littéraire, mais il faut être capable de connaître les bonnes sources pour les bonnes industries, pour voir si on se fait remplir simplement ou si c'est crédible. Donc il y a tout cet aspect diagnostique-là qui est hyper important. Après ça, c'est l'application de méthodes. [...] Mais il y a une dimension aussi *soft skills* super importante dans l'équation parce qu'il y a beaucoup de jugement et il y a beaucoup d'appréciation. Et ce n'est pas une science exacte (CC10).

Puis malgré le fait que certains mandats d'évaluation puissent être complexes et comporter leur lot de particularités, les répondants ont affirmé avoir très peu, voir jamais, recours à des experts externes ou autres outils psychométriques pour les aider à évaluer la qualité du capital humain.

Non, dans le cadre d'un mandat, qu'il soit gros ou petit, non, on n'est jamais allés jusque-là. On se fie sur notre expérience, puis

l'entrepreneur aussi, qui en sait beaucoup. On se fie pas mal à ça. Mais non, on n'est jamais allés jusqu'à demander des avis externes par rapport à ça (CC4).

Certaines circonstances pourraient toutefois amener les répondants à demander un avis externe sur le capital humain, soit lorsque l'entreprise évaluée doit procéder à l'embauche d'une personne pour combler un poste important. Dans de telles circonstances, l'embauche pourrait être primordiale à la performance ou à la survie de l'entreprise évaluée, d'où l'intérêt des répondants pour l'obtention d'un second avis sur la question.

Par contre, les tests psychométriques, on en fait souvent. Pas dans le cadre d'évaluation, mais dans le cadre d'embauche. Quand tu embauches justement des employés dans des postes clés de l'entreprise, on en fait des évaluations psychométriques. [...] Dans certains cas, ça vaudrait peut-être la peine de faire des évaluations psychométriques quand tu as des employés clés et que tu n'as pas le choix de t'accommoder de cet employé-là. Probablement que ce serait important de le faire. La seule problématique qu'on peut avoir, c'est que souvent, quand on est à l'étape de la vérification diligente, les employés de la cible, il n'y a vraiment pas beaucoup d'employés qui sont conscients qu'on est à vendre. Souvent, tu as le comptable parce que c'est lui qui fournit les informations et le propriétaire. Donc si tu as des tests psychométriques à faire faire à d'autres employés, il faut que tu sois rendu pas mal loin dans ta vérification diligente et ce n'est pas tout le monde qui accepterait de faire faire ça parce que ça vient dire... quand tu dis à tes employés que ta *business* est à vendre, ce n'est pas vendu, elle est à vendre. Entre le délai que tu leur as dit ça et la date de la transaction, l'incertitude est pire que la certitude. Donc il peut y avoir des employés qui s'en vont ailleurs. C'est ce qui est le plus risqué. Donc c'est pour ça que dans le cadre d'une *business*, c'est rare qu'on a des évaluations psychométriques (CC8).

Ainsi, il semble que le recours à des experts externes ne soit pas pratique courante en contexte d'évaluation d'entreprise. Qui plus est, les résultats obtenus à l'issue de tests psychométriques semblent subjectifs compte tenu de l'interprétation obligatoire de ces derniers par lesdits experts en la matière.

Il y a certains psychologues industriels auxquels je me fie. Il y en a d'autres auxquels je ne me fie pas. C'est aussi simple que ça. Peu importe leurs tests. Parce qu'eux autres aussi, dans leurs tests, il y a le subjectif et il y a le test (CC6).

Tel que mentionné précédemment, les répondants préféreraient donc se fier à leur jugement ainsi qu'à leur expérience lorsqu'ils doivent évaluer la qualité du capital humain œuvrant au sein d'une entreprise. Ainsi, lorsque des rencontres ont lieu dans les locaux de l'entreprise évaluée, les répondants affirment être à l'affût de tout indice pouvant révéler la présence, ou l'absence, de facteurs de risque liés au capital humain, notamment au niveau des relations de travail qui prévalent dans l'organisation.

On va se promener dans l'usine. Et c'est vrai que des fois, les relations que l'entrepreneur va avoir avec les gens qu'il rencontre peut en dire beaucoup. En dire beaucoup. Comment ça va se transmettre dans mon évaluation? C'est une question de jugement. [...] C'est sûr que l'employé aussi qui est dans l'usine ne commencera pas à engueuler son patron. Mais tu vois qu'il y en a que c'est vraiment *friendly*, et ils sont contents de les voir... Il les connaît par leur petit nom. Et ça, c'est niaisieux, mais ça en dit quand même beaucoup (CC9).

Cependant, il semble difficile d'en venir ultimement à quantifier de tels facteurs qui seraient davantage de nature qualitative. Dès lors, bien qu'un très mauvais climat organisationnel puisse être considéré comme un facteur de risque parmi tant d'autres, l'ambiance qui règne au sein d'une entreprise aurait rarement un effet direct sur la valeur déterminée pour cette dernière.

À moins qu'il y ait quelque chose de vraiment particulier, on ne le noterait pas. L'ambiance, je veux dire, on marche à travers le bureau et les gens sont à leur poste de travail. Donc c'est dur à dire, quelle est la culture, quelle est l'ambiance, ... Lorsqu'on a des discussions avec la direction, on peut avoir un *feeling* qu'ils sont gentils ou pas gentils. Mais au-delà de ça, c'est difficile à quantifier, à moins qu'il y ait vraiment une atmosphère particulière. J'ai été chez certains clients où il régnait vraiment une atmosphère conviviale, chaleureuse, familiale presque. Mais est-ce que ça a vraiment un impact en dollars? Ou si c'est juste un élément positif, qu'on va peut-être le noter comme étant

un élément... disons employés de longue date, des choses comme ça. Mais ambiance comme telle, pas nécessairement (CC7).

Cela dit, les répondants précisent que sans nécessairement effectuer une visite formelle de l'entreprise, il importe tout de même que quelques rencontres aient lieu directement dans les locaux de l'entreprise évaluée. Dépendamment de la nature du mandat et du type d'activités exercées par l'entreprise, une visite des lieux pourrait permettre à l'évaluateur de détecter, ou de confirmer, des facteurs de risque devant être pris en considération dans leur analyse.

La propreté, je vous dirais, devient importante. Moi, j'ai toujours dit que si ça *run* bien, c'est parce qu'il y a quelqu'un en arrière. Si tout ça est organisé, il faut avoir une structure de pensée. Et pour ça, il faut qu'il y ait une certaine propreté. Ensuite, tu vois bien si tout est cassé ou pas cassé. Si ça fonctionne bien. Ça peut être un paquet de choses... Si ça se suit, dans le sens que tu as de la production et il ne faut pas que tu t'en ailles à l'autre bout du monde pour paqueter tes boîtes ou les mettre en entrepôt. Il faut que ça suive une ligne. Il faut que ce soit facile, pour maximiser la rentabilité de l'entreprise (CC6).

Ainsi, il appert qu'une visite en entreprise permettrait aux répondants de solidifier leur perception quant aux facteurs amplifiant ou atténuant le niveau de risque attribuable à l'exploitation de l'entreprise évaluée.

Moi je ne peux pas concevoir qu'on fasse une évaluation d'entreprise sans se présenter chez le client. Il y a une question de *feeling* en quelque part. [...] Parce que tu ne vois pas cette information-là dans les états financiers. Elle est majeure à aller chercher, par contre. Parce qu'il faut le justifier, ce risque spécifique-là qu'on met. [...] Moi, je me demande comment quelqu'un qui ne fait pas de rencontres fait pour faire de l'évaluation. Parce que tu demeures hyper juste modélisation financière, juste technique. Et ce n'est pas ça. Il y a une grosse notion de *feeling*, et de rencontres avec le client, et aller chercher ces infos-là (CC3).

En somme, bien que parfois pris en considération de manière quantitative dans certaines étapes du processus d'évaluation, il semble que le capital humain soit davantage analysé d'un point de vue qualitatif.

4.1.3 Facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain

Afin de mieux comprendre l'importance et la contribution du capital humain dans la création de valeur pour une entreprise, les répondants ont ensuite identifié plusieurs caractéristiques recherchées chez les employés d'une entreprise évaluée. De plus, pour chaque caractéristique relevée, il fut précisé si celle-ci pouvait être considérée comme un facteur de création de valeur ou, à l'inverse, comme un facteur de risque ayant pour effet de réduire la valeur d'une entreprise.

4.1.3.1 Employé clé

Dans leur analyse du capital humain, les répondants ont indiqué qu'ils accordent beaucoup d'intérêt à la présence de personnel clé au sein de l'entreprise évaluée.

Du point de vue de notre évaluation, c'est sûr qu'on va regarder les individus et on va regarder vraiment à quel point les employés sont clés ou contribuent au succès de l'entreprise. Parce que les entreprises manufacturières où il n'y a pas nécessairement de main d'œuvre très, très formée, où que ce soit untel ou un autre, ce n'est pas grave, tout est très automatisé, alors c'est plus ou moins pertinent. Mais plus on a besoin d'un savoir-faire et d'une expertise, d'un *know-how*, dans l'entreprise, alors oui, ça va avoir un impact. Il va falloir discuter. Et au même titre que s'il y a des dépendances à certains individus, alors là, ça peut affecter négativement la valeur de l'entreprise (CC9).

Sommairement, les répondants définissent l'employé clé comme une personne indispensable au bon fonctionnement, voir à la rentabilité, d'une entreprise. Notamment par les compétences et les connaissances qu'il détient, l'employé clé serait difficilement remplaçable, ce qui augmenterait la vulnérabilité de l'entreprise.

Un employé clé... J'aurais tendance à dire que c'est celui que si demain matin il quitte, ça prend quelqu'un qui le remplace. Idéalement, il assure une relève pendant sa présence. Bien impliqué dans la stratégie aussi. [...] D'où l'importance de voir [si les entreprises] sont vulnérables à certains employés ou pas (CC3).

[Un employé clé], c'est une personne qui, si l'entreprise n'avait pas cette personne-là, l'entreprise s'en ressentirait. Donc une personne qui a un rôle important, soit que tout est centralisé au niveau de la gestion autour de cette personne-là, de sorte qu'il s'est créé une toile d'araignée autour de la personne ou que c'est une personne clé au niveau des relations avec certains clients ou certains fournisseurs, qui eux autres aussi quitteraient si l'individu n'était plus là. Même si on remplaçait l'individu par un autre, la relation est tellement forte entre l'individu en particulier et le client, ou le fournisseur, que ce n'est pas juste de remplacer les capacités du gestionnaire. Il y a une touche personnelle plus importante sans laquelle le client irait ailleurs (CC7).

Selon les répondants, les membres de la direction figureraient fréquemment dans la liste des employés clés. « Je vous dirais que dans 90% des cas, le management est un élément excessivement important à l'évaluation » (CC6). Cela dit, les employés clés ne se limiteraient pas uniquement à la haute direction.

C'est sûr que le président est important. Là, après ça, ça va dépendre de l'entreprise et/ou de comment lui opère son entreprise. Dans certains cas, le *CFO* est un employé clé. Dans certains cas, c'est juste le comptable. Dans certains cas, le *COO* est un employé clé. Dans d'autres cas, c'est juste le gars qui *check* comment ça va dans l'usine, en arrière. Donc ça dépend. Dans certains cas, les ventes deviennent excessivement importantes. Dans d'autres cas, c'est carrément juste le gestionnaire, le boss des vendeurs. Donc ça dépend beaucoup de l'entreprise. Puis on s'informe avant. Mais les gens qu'on veut rencontrer, c'est vraiment ceux qui *drivent* (sic) la compagnie. Des fois, ce n'est même pas un actionnaire. C'est-à-dire, des fois, ce n'est même pas un participant qui est là tout le temps. Ça peut être un actionnaire passif. Mais c'est lui qui dirige, qui a une vision de l'entreprise. [...] Si c'est une entreprise de produits, ce sont les personnes qui décident ou qui vont voir le futur, la vision de ce qui va se vendre demain (CC6).

La présence d'employés clés au sein de l'entreprise évaluée aurait habituellement un impact sur l'évaluation du niveau de risque lors de l'élaboration des hypothèses servant de bases aux méthodes traditionnelles d'évaluation d'entreprise. Ainsi, le niveau de risque serait grandement influencé par le niveau de dépendance d'une entreprise envers un ou quelques employés clés.

Dans le fond, l'employé-clé, c'est une question de jugement, mais si j'en ai juste un... J'ai un employé-clé qui contrôle presque tout mon *know-how*, c'est un facteur de risque. Je pense que le terme « employé clé » au singulier, peut-être que là, c'est un risque. Donc ça vient augmenter ma prime de risque. Mais si je parle de capital humain efficace, donc j'ai un groupe de 5 ou 6 qui sont des employés clés, mais que j'ai une diversification... J'en ai plus qu'un. Je sais qu'ils sont capables de se remplacer. Et je sais que mes employés clés en question, je les ai financièrement attachés à l'entreprise, j'ai été capable de les intégrer dans l'actionnariat avec des participations ou avec des régimes incitatifs assez importants. Alors là, dans ce cas-là, ça pourrait aider à ma valeur, dans le sens où je vais peut-être diminuer mon risque (CC4).

En ce sens, le risque lié à l'exploitation de l'entreprise serait plus élevé lorsque celle-ci repose sur un nombre restreint d'employés clés. La dépendance envers un employé ou un dirigeant clé augmenterait alors considérablement le risque liée à l'exploitation de l'entreprise puisque la continuité de celle-ci dépendrait de la présence et de la performance de ces personnes au sein de l'organisation. Cette notion de dépendance serait d'autant plus présente dans les entreprises à propriétaire unique, sur lequel repose fréquemment le bon fonctionnement de la société.

Mais je le sais que, dans bien des situations, le propriétaire peut porter plusieurs chapeaux. Dans ce cas-là, on peut mettre des primes assez importantes par rapport à ça. Donc ça a pas mal plus de valeur, pour un acheteur potentiel, quand il y a une belle structure organisationnelle, que demain matin, l'entreprise continue de rouler comme si de rien n'était. Dans la petite PME, lorsque le propriétaire s'en va, tout le monde ne sait plus vers quoi s'en aller. Donc là, il faut faire attention (CC2).

C'est-à-dire que si j'ai une entreprise qui est un *one-man-show*, qui a un propriétaire unique, que demain matin il a un accident, c'est plus vulnérable. Donc pour moi, le taux de rendement que je vais exiger va être plus élevé, étant donné que c'est un monsieur qui n'a pas d'équipe, qui n'a pas d'employé-clé ou quoique ce soit. [...] Le risque va être pris en considération si la personne est vraiment toute seule. C'est lui qui connaît tous les clients. Demain, s'il passe le pouvoir à quelqu'un d'autre, est-ce qu'il va y avoir une perte de clients qui générerait une perte de rentabilité? Donc ma rentabilité ne serait plus là. Donc je viendrais ajuster (CC3).

À l'inverse, le risque découlant de la présence d'employés clés serait atténué lorsque la relation de dépendance entre ceux-ci et l'entreprise qui les emploie est moins marquée. Les répondants abordent alors l'importance de répartir les connaissances et les compétences entre plusieurs employés clés, plutôt que de les concentrer en un seul individu.

J'ai un bon groupe de capital humain, un bon groupe de dirigeants. C'est réparti, ce n'est pas seulement concentré dans les mains d'un employé clé. Là ça, j'aime ça voir ça, évidemment. Donc ça va diminuer mon risque (CC4).

En général, je pense que c'est plus une question d'expérience. Et même si l'expérience n'est pas là, c'est une capacité de créer, de résoudre des problèmes. Sa plus simple expression, c'est ça. Et ça ne prend pas 50 ans ou ça ne prend pas 25 ans d'expérience. Ça ne prend pas quelqu'un qui a tout fait dans sa vie pour être intelligent. Je ne sais pas comment le dire, mais il y a une personne, il y a un certain niveau d'intelligence ou de capacité qui est évidemment nécessaire. Mais je pense que c'est, appelons ça une synergie, comme vous le dites, entre les membres d'une équipe qui se partagent efficacement une tâche où il n'y a pas trop d'égaux. Donc des gens capables de résoudre collectivement des problèmes, c'est vraiment ça, je pense (CC10).

De plus, le fait de créer et de maintenir un lien fort entre l'employé clé et l'entreprise évaluée permettrait également de diminuer le risque lié à la présence de personne clé au sein de cette entreprise. Selon les répondants, ce lien pourrait exister lorsque les employés clés sont intégrés dans l'actionnariat de l'entreprise ou encore lorsqu'ils sont

liés par un engagement légal envers leur employeur, notamment par la signature d'une entente de non concurrence.

Mais ce que je vais faire, c'est que je vais l'attacher soit en le prenant comme actionnaire avec moi pour acheter la *business* ou en lui faisant signer un bon contrat d'emploi. Mais le contrat d'emploi, c'est quelque chose. Mais l'intéressement en tant qu'actionnaire, c'est encore plus (CC8).

Il y a un autre critère, de dire : « Est-ce que les membres clés de la direction sont actionnaires et attachés à long terme? » Si j'ai des gens qui font partie des actionnaires, ils ont leur incitatif pour quitter beaucoup plus faible que si je risque de les perdre à tout moment. Est-ce qu'il y a la présence de contrats, des documents qui nous protègent, qui font que ces gens-là sont un peu plus attachés? Bien que ce ne soit jamais possible d'attacher les gens complètement. Mais de dire non, leur rémunération globale, leur incitatif est de rester. Probablement que ça vient mitiger le risque (CC1).

Dans l'évaluation de la valeur d'une entente de non concurrence aussi, ça peut être un élément qui est regardé dans le sens que si l'entente se rapporte à un employé clé en particulier, on va regarder spécifiquement, s'il partait, s'il concurrençait l'entreprise, combien de revenus on perdrait et on fait un scénario avec et sans, *with*, *without*, la convention de non concurrence. Donc ça, c'est un autre élément plus spécifique, qui peut être un élément de facteur d'ajustement du taux d'actualisation, si c'est un élément de risque (CC7).

Un autre facteur permettant de diminuer le risque lié à la présence d'employés clés résiderait dans la feuille de route de ces derniers. Les répondants parlent alors de l'importance des accomplissements passés des employés clés qui pourraient être considérés comme un certain gage de la réussite future de l'entreprise, et ce, surtout lorsque les employés clés occupent des postes de direction.

Honnêtement, que le dirigeant d'entreprise soit ingénieur, que soit un secondaire II et qu'il a fait deux faillites avant, si ce qu'il a généré dans le passé a été payant, et ce qu'il pense générer dans le futur va être payant, je vais arriver à la même valeur. L'expertise de la personne m'importe peu. Ça va être concrètement les résultats qu'il a générés.

[...] Son seul bulletin, ça va être comment il a réussi à gérer dans les dernières années (CC3).

Je vous dirais que c'est vraiment l'entrepreneur. C'est l'entrepreneur qui va avoir un bon leadership à l'interne et un entrepreneur qui a une vision claire d'où s'en va son entreprise et des moyens que ça prend pour y arriver, et qu'il est capable aussi de se dire qu'il n'a pas toutes les réponses. Ce qui n'est pas le lot de tous les entrepreneurs. Et c'est drôle, malgré que je suis un comptable, je marche beaucoup à l'intuition. Des fois, je peux revenir et dire ok, ça c'est une des personnes intelligentes que j'ai vues dans ma vie. Mais pourquoi? La personne allume vite. Et la personne aussi qui a un historique de succès, que quand il fait quelque chose, qu'il entreprend quelque chose, et qu'il projette quelque chose, ça arrive. Ça aussi, ça en dit beaucoup (CC9).

L'équipe de direction, on va voir un peu leur expérience... Qu'est-ce qu'ils ont accompli comme projets? Qu'est-ce qui est pertinent pour le secteur, leurs compétences? Donc ces éléments-là vont certainement être tenus compte dans l'appréciation de l'équipe de direction pour le taux d'actualisation (CC5).

Pour des sociétés en démarrage, souvent le *track record* est important parce qu'ils n'ont justement pas d'historique de revenus dans la compagnie. Donc l'équipe de gestion devient leur expérience. L'expertise devient importante (CC7).

De plus, la qualité de la direction ne relèverait pas uniquement du bagage d'expériences passées, mais serait également fonction de leur vision future de leur entreprise. Les répondants précisent en effet qu'il est important de déterminer si les membres de la direction comprennent non seulement les tenants et aboutissants de l'exploitation courante de leur entreprise, mais connaissent également ceux liés aux projets devant être réalisés dans un avenir à plus ou moins long terme.

C'est sûr que moi, j'ai toujours des discussions sur la vision de l'entreprise. Donc où est-ce qu'on se voit dans cinq ans? C'est quoi les ressources pour l'atteindre? C'est quoi les projets? Si la personne a de la misère à me parler de ça pour son entreprise, déjà, ça en dit beaucoup. Et comment la personne est au courant de ce qui se passe aussi dans son entreprise, ça en dit beaucoup. Mais après ça, c'est très intuitif (CC9).

En somme, il appert que la présence d'employés clés au sein d'une entreprise est d'abord perçue comme un facteur augmentant le risque d'exploitation de celle-ci. Toutefois, une gestion adéquate des employés clés, visant entre autres la limitation du lien de dépendance envers ces derniers, permettrait alors d'atténuer ce même niveau de risque.

Ça peut paraître contradictoire, mais un très bon entrepreneur peut être un facteur de risque important et baisser la valeur s'il y avait un risque qui... Si l'entreprise se retrouvait un jour sans lui, s'il était frappé par un autobus, l'entreprise pourrait être mise en péril s'il n'y a pas de relève. Et de façon contradictoire, un mauvais entrepreneur qui a une très bonne relève, ça pourrait avoir un impact bénéfique sur sa valeur. C'est un peu un effet contradictoire (CC7).

Ultimement, bien qu'aucune valeur financière ne soit attribuée distinctement aux employés clés inclus dans le capital humain, le fait de répartir les connaissances et les compétences entre plusieurs employés, plutôt que de les concentrer dans un groupe restreint, contribuerait à augmenter la valeur globale d'une entreprise.

S'il y a un achalandage qui est uniquement un achalandage personnel, ce n'est habituellement pas capturé dans la valeur de l'entreprise elle-même. Donc il y a une différence entre l'achalandage commercial et l'achalandage individuel. Oui, on aime bien dire que la force de travail se retrouve dans l'achalandage global, mais sur un tout, pas sur un seul individu, pas sur un seul entrepreneur. Parce que si cette personne-là venait à partir, c'est la valeur de l'entreprise qui est affectée (CC1).

Ainsi, non seulement la présence d'employés clés serait prise en considération, mais également la gestion adéquate de ceux-ci visant à assurer le transfert des connaissances détenues par ces individus et limiter, par le fait même, la concentration du savoir au sein d'un groupe restreint d'employés.

4.1.3.2 *Unicité du capital humain*

Un second facteur prépondérant dans l'analyse du capital humain résiderait dans le caractère unique que peut avoir ce dernier. La rareté de certains types d'emploi aurait alors un impact non négligeable sur le risque lié à l'exploitation d'une entreprise. En ce sens, les répondants affirment qu'une main d'œuvre difficilement remplaçable entraînerait également une hausse de ce niveau de risque et, par conséquent, une baisse de la valeur globale déterminée pour l'entreprise.

Exemple, des soudeurs. Les soudeurs, c'est rare ça, cette histoire-là. Il y a certains dossiers que le client m'a dit : « C'est l'enfer d'avoir de ce type d'employés-là. » Donc là, c'est sûr que ça sonne des cloches. Donc dans ce cas-là, je vais pousser en profondeur pour savoir combien il y a d'employés, combien il y a de soudeurs dans l'organisation, et c'est quoi la rétention de ça, et toute la patente (*sic*) (CC2).

Si j'arrivais pour acheter une *shop* de couture, par exemple. Ça a l'air naïf, mais je regarderais l'âge des employés parce que les *shops* de couture, il n'y a plus de couturière qui se forme actuellement. La plupart des *shops* de couture qui restent en vie, les couturières ont cinquante-cinq ans et plus. Donc si j'avais à acheter ça, je ne paierais pas trop cher (CC8).

Bien que l'accent soit mis davantage sur la rareté de corps de métiers bien précis, il semble que ce phénomène de rareté touche également, dans une certaine mesure, l'ensemble de la main d'œuvre.

Les bonnes ressources sont extrêmement rares et ils font que ça marche. Donc à quelque part, oui, le gros de la valeur, ça vient d'une bonne infrastructure, mais aussi avoir les bonnes personnes en place. Surtout dans les secteurs à valeur ajoutée ou le secteur hautement technique. Sans ressource, sans bonne ressource, il n'y a pas d'entreprise (CC10).

Dès lors, les répondants précisent que la pénurie de main d'œuvre devrait être prise en compte en fonction également du taux de roulement au sein de l'entreprise évaluée. En ce sens, plus la main d'œuvre est unique et rare, plus importante serait l'attention

accordée à leur rétention dans l'organisation. « Le taux de roulement, l'ancienneté des gens, est-ce que ce sont des gens facilement remplaçables? Est-ce que c'est une main d'œuvre qui est en pénurie? » (CC3). Une fois de plus, le taux de roulement des employés figurerait parmi la liste des facteurs faisant augmenter le niveau de risque de l'entreprise.

On va s'attarder beaucoup plus à du capital humain dans des entreprises de service ou de l'installation spécialisée ou dans des entreprise où j'ai un fort roulement, où j'ai de la difficulté à retenir mon capital humain. Ça va faire partie beaucoup plus de notre analyse de risque quand viendra le temps de regarder nos multiples (CC4).

L'impact de ce facteur sur le risque serait alors déterminé en fonction de la cause réelle qui occasionne le roulement chez les employés. Il appert en effet que le risque serait plus élevé lorsque le taux de roulement découle d'un problème organisationnel qui perdure, ou pourrait perdurer, dans le temps.

Dans le cadre de la vérification diligente, on demande souvent les employés dans les dernières années. Donc quand il y a eu un taux de rotation important au niveau des employés, ça peut nous dire qu'il y a peut-être un problème organisationnel là-dedans. Comment ça que le taux de rotation est si élevé que ça? (CC8)

Selon les répondants, une entreprise ayant un fort taux de roulement devrait nécessairement porter un soin particulier à la rétention de la main d'œuvre, principalement lorsqu'il s'agit d'employés clés.

On regarde la direction. Ils sont jeunes, 40 ans. Ils sont attachés de façon importante à l'entreprise. Ils peuvent avoir des parts, 5-10% de l'actionnariat. Donc on sait qu'on les a attachés un peu. Donc mon risque est moins fort par rapport à ça (CC4).

Moi, ce qui va m'intéresser plus, c'est est-ce qu'il va être là demain? Si ça fait dix ans qu'il est là, est-ce qu'il va être là pour un autre dix ans? C'est ça qui est bien plus important que de déterminer comment ils l'ont engagé, combien ils le paient, etc. (CC6).

Cependant, dans le cas d'entreprise dont les emplois ne requièrent pas un niveau élevé de compétences techniques, le taux de roulement des employés ne serait pas perçu comme un élément de risque, à condition que la main d'œuvre puisse être facilement accessible sur le marché.

J'ai une entreprise, c'est de la fabrication. Une entreprise d'à peu près trois millions de chiffre d'affaires, que j'ai comme mandat d'évaluer. Fabrication d'articles décoratifs. Puis les opérations sont quand même relativement simples, et le travail n'est pas si dur que ça. Dans leur cas, les ressources humaines, ce n'est pas tellement une contrainte. Ce sont des employés peut-être à 14, 15 ou 16 \$ de l'heure. Puis oui, il y en a qui vont partir et qui vont arriver, comme d'autres. Mais je n'aurai pas de problèmes à en engager. C'est un travail qui n'est pas très dur, physiquement. Donc ça, c'est moins un facteur critique dans l'évaluation. Donc incidemment, on le sait un peu, on va passer moins de temps à regarder ça que pour des entreprises spécialisées (CC4).

De plus, le vieillissement de la population accentuerait l'importance devant être accordée aux différents mécanismes de rétention de la main d'œuvre. Les répondants précisent en effet que la diminution du bassin de population disponible à l'emploi risque d'entraîner une pénurie de travailleurs dans certains domaines d'emploi. C'est dans ce sens que la présence d'un lien fort entre l'entreprise et ses employés serait considérée comme un facteur diminuant le risque lié à l'exploitation de cette entreprise.

Et surtout dans ces années-ci, où la rétention de main d'œuvre et avec le vieillissement de la population... C'est bien beau en théorie, mais c'est vrai aussi que ça existe. C'est de plus en plus difficile d'avoir de la main d'œuvre qualifiée dans nos organisations. Donc la personne qui peut acquérir les actions d'une société qui a ce capital-là, c'est sûr que ça a une plus grande valeur (CC1).

Dans le même ordre d'idées, les répondants ont également précisé que le niveau de risque attribuable aux caractéristiques uniques du capital humain serait atténué lorsqu'il existe un plan de relève assurant la transition entre les membres clés du personnel de la société évaluée et d'éventuels nouveaux employés. À l'inverse, le

départ imminent d'un employé clé, sans qu'aucun plan de relève n'ait préalablement été établi, entraînerait une hausse du niveau de risque lié au capital humain.

La direction est plus importante. C'est là qu'on va regarder l'âge, puis si j'ai des départs à la retraite importants à combler. Mais pour ce qui est des emplois plus de base, c'est moins une problématique. [...] La plupart des entreprises se retrouvent dans cette situation-là. Des employés vieillissants, ce n'est pas irremplaçable. Donc ça, on y porte moins attention. Donc on va poser des questions au client par rapport à ça. « As-tu des employés qui sont là depuis 25 ans? Comment tu perçois ça? Prévois-tu de les remplacer? Comment tu vas faire ta transition de clientèle? » Puis là, on voit si l'entrepreneur est un peu dépourvu par rapport à ça. Si oui, il y a effectivement un facteur de risque. S'il dit : « Non, non... il est bien servi par monsieur untel, mais je pense que c'est une équipe. Puis les autres employés n'ont pas 25 ans, mais ils ont 15-20 ans. Puis tranquillement, ils servent la clientèle. Je pense qu'ils font une bonne transition à ce niveau-là. » Bon, ça vient atténuer le risque un peu (CC4).

L'âge du propriétaire et la relève en place. Un propriétaire qui n'a pas de relève, ça va venir faire un risque de plus (CC3).

Si j'ai un groupe de vétérans, mais dont la relève n'est pas assurée, et que j'ai un risque pour l'entreprise dans sa perpétuité, alors oui, ça va être quelque chose qui va être considéré. [...] Si on voit que le groupe est basé sur une équipe qui est très vieillissante et qui va être à remplacer... Ou il y a un risque de ce côté-là, alors on va le considérer dans nos risques. Ça va venir affecter la valeur. Est-ce que c'est une équation mathématique directe facile à suivre? Pas nécessairement. Mais ça va être pris en compte dans le jugement, dans l'établissement du facteur de risque de l'entreprise (CC1).

En somme, le caractère unique de certains types d'emplois ainsi que tous les éléments spécifiquement rattachés au maintien et/ou au remplacement de cette main d'œuvre semble avoir un impact non négligeable sur la détermination du risque spécifique lié au capital humain et, par conséquent, sur la valorisation d'une entreprise.

4.1.3.3 *Autres caractéristiques associées à la main d'œuvre*

D'autres éléments ont été soulevés par les répondants en ce qui concerne les caractéristiques de la main d'œuvre pouvant avoir un impact sur la valeur attribuée à une entreprise. Tout comme les autres facteurs, ces caractéristiques se répercuteraient sur le niveau de risque associé à l'exploitation de l'entreprise évaluée. En ce sens, l'analyse du capital humain porterait notamment sur des aspects techniques, tels que la formation, l'expérience et le niveau de compétences détenus par les employés. Les répondants précisent alors l'importance que ces diverses caractéristiques soient adaptées au type d'emploi occupé.

On va regarder son expérience, sa compétence, sa formation, etc. Sauf qu'à l'intérieur de tout ça, ce *checklist*-là, il faut aussi penser qu'il a beau avoir la compétence et l'expérience, mais est-ce que, derrière tout ça, son expérience est pertinente par rapport au poste qu'il occupe actuellement? (CC5)

On dirait que c'est plus au niveau de ce qu'il doit faire. Mais après ça, c'est la qualification. Il faut que l'employé soit qualifié pour ça. Donc oui, on va revenir vers la formation puis son expérience de travail, etc. Puis s'il y a ce type de main d'œuvre-là dans le marché pour combler le poste en soi (CC2).

De plus, l'intérêt porté sur la formation et les compétences des employés serait encore plus marqué lorsque l'entreprise évaluée est opérée dans un domaine qui requiert une grande expertise technique.

On va s'attarder beaucoup plus à du capital humain dans des entreprises de service ou de l'installation spécialisée ou dans des entreprise où j'ai un fort roulement, où j'ai de la difficulté à retenir mon capital humain. Ça va faire partie beaucoup plus de notre analyse de risque quand viendra le temps de regarder nos multiples. [...] Alors, c'est le niveau de formation de l'employé. Si je dois remplacer trois ingénieurs qui me quittent, versus si je dois remplacer trois manœuvres sur la construction, ce sont des coûts plus importants rattachés à remplacer de l'ingénierie. Donc le degré de scolarité, la formation, l'expérience, évidemment (CC4).

Donc une entreprise d'un produit très technique, ou bien que ce n'est pas monsieur et madame tout le monde qui achètent tous les jours, alors là, c'est peut-être plus important d'avoir un *background* technique (CC6).

Si on parle d'une entreprise qui a déjà atteint un certain degré de maturité, plus elle est technique, plus je pense qu'il faut que le personnel soit fort techniquement pour qu'il y ait de la qualité, pour qu'il y ait un bon contrôle de la qualité, le moins de rejet possible, une bonne planification des projets aussi (CC10).

Puis au-delà des compétences techniques apprises par différents cursus de formation académique ou pratique, les répondants affirment que le fait qu'un employé détienne un savoir-faire spécifique aurait également un impact sur le niveau de risque et, par conséquent, sur la valeur déterminée pour une entreprise.

Même dans des secteurs très spécialisés, disons même dans l'industriel ou le manufacturier, si c'est un produit particulier qui nécessite un savoir-faire que peu de personnes connaissent, là aussi, ça va prendre de la valeur (CC3).

Le *know-how*... Donc si j'ai des employés clés qui ont beaucoup, beaucoup de *know-how*, si je les perds, c'est catastrophique. Donc l'expérience, la connaissance, dans ce cas-là, c'est comme le côté positif qu'on veut avoir dans une entreprise, mais pour lequel j'ai un facteur de risque rattaché à ça (CC4).

En plus des compétences techniques, la motivation de la main d'œuvre ferait aussi l'objet d'une brève analyse, notamment lorsque l'évaluateur tente de déterminer la cause d'un taux de roulement élevé au sein de l'entreprise évaluée ou la raison justifiant une baisse drastique de la performance financière de celle-ci.

Si j'ai des employés motivés, si j'ai des employés avenants avec la clientèle, ça devrait se percevoir dans les chiffres. [...] Puis dans certains cas, où on dit que nos employés, notre rétention d'employés, notre motivation d'employés est très forte, alors ça va nous inciter à y aller avec un multiple plus fort. [...] On a eu un mandat, une acquisition d'entreprise, où il fallait parler avec le contrôleur. Puis le contrôleur, tu

voyais qu'il voulait juste s'en aller de là. Tu le sais. L'entreprise n'allait pas super bien. Tu voyais un peu qu'il y avait de la démotivation. Mais ça, c'était déjà connu. Donc on payait moins cher. On savait qu'il y avait un fort travail de redressement à faire. Puis autant au niveau financier, que des équipements, que du capital humain qu'il fallait crinquer (*sic*) un peu, disons-le comme ça. [...] Est-ce que les employés sont démotivés parce que ça allait mal? Ou l'entreprise s'est mise à aller mal parce que les employés étaient démotivés? Donc on payait peu cher parce que les résultats étaient à terre. Le capital humain était complètement à bout de souffle et démotivé. Donc oui, c'était tenu en compte dans notre *pricing*. C'est le travail qu'il y avait à faire. On paie moins cher, mais on sait qu'on va avoir un travail de motivation pour mobiliser les employés (CC4).

Enfin, en lien avec la rétention de la main d'œuvre, la fiabilité des employés serait également un critère considéré lors de l'analyse de la qualité globale du capital humain.

Mais c'est difficile d'avoir de la main d'œuvre, c'est difficile de la garder. Puis des fois, on en engage puis ils ont des problèmes sociaux, la drogue et l'alcool. Donc ça freine la croissance un peu. Donc oui, ça se trouve à avoir de l'importance dans l'évaluation. On est obligés de dire que dans mes prévisions futures, dans ma détermination du flux monétaire caractéristique, je ne peux pas lui attribuer beaucoup de croissance parce que je suis freiné par mes ressources humaines (CC4).

En somme, les problèmes d'accessibilité à une main d'œuvre de qualité, dont les compétences et les connaissances sont en convergence avec le poste occupé, pourraient occasionner une hausse du niveau de risque lié à l'exploitation de l'entreprise, diminuant par le fait même la valeur de celle-ci.

4.1.3.4 *Entreprise*

Au niveau de l'entreprise, le principal aspect faisant l'objet d'une analyse réside dans la qualité des relations organisationnelles et du climat de travail prévalant au sein de l'organisation. Ces facteurs pourraient notamment transparaître dans le comportement des employés lors de visites effectuées par l'évaluateur sur les lieux de travail.

C'est sûr que l'employé qui est dans l'usine ne commencera pas à engueuler son patron. Mais tu vois qu'il y en a que c'est vraiment *friendly*, et ils sont contents de les voir. Il les connaît par leur petit nom. Et ça, c'est niaisieux, mais ça en dit quand même beaucoup (CC9).

Les répondants affirment également qu'il serait possible d'évaluer la qualité des relations entre les employés et la direction en récoltant de l'information à cet égard, portant entre autres sur la présence d'un syndicat au sein de l'entreprise évaluée, sur l'historique de conflits de travail ou encore sur la date d'échéance de la dernière convention collective.

On va regarder, si l'entreprise est syndiquée, c'est quoi les relations avec le syndicat. Si on vient de renouveler la convention collective, c'est mieux que si on est en négô et que ça fait deux ans que ça traîne. Donc les relations avec les employés, on a toujours une question dans notre questionnaire sur la relation avec les employés, si elles sont bonnes (CC9).

Sont-ils syndiqués? S'ils sont syndiqués, tu vas peut-être avoir un risque supplémentaire, parce que si la convention collective vient à échéance bientôt, il y a peut-être des risques de grève. On est toujours dans un principe : pourrait-il arriver quelque chose qui ferait en sorte que la rentabilité normalisée que j'ai ciblée ne se produise pas dans les prochaines années? (CC3)

Une fois de plus, la qualité du climat de travail pourrait avoir un impact sur le niveau de risque attribué à l'exploitation de l'entreprise évaluée.

C'est encore là qualitatif. Mais ça a un impact sur les facteurs d'actualisation et les multiples. L'idée, c'est qu'en effet, si la main d'œuvre est assez stable, que la convention collective a encore une certaine durée, qu'il n'y a pas de conflits de travail, ... ce sont des facteurs positifs. Dans le cas contraire, évidemment, ça peut être un facteur négatif (CC7).

Ainsi, bien que le climat de travail qui prévaut dans une entreprise ne fasse l'objet d'aucune évaluation financière distincte, les répondants précisent que la qualité des

relations organisationnelles est tout de même prise en considération lors de la valorisation d'une entreprise, par le biais de la détermination du niveau de risque organisationnel servant notamment de base à l'application des méthodes traditionnelles d'évaluation basées sur l'exploitation.

4.1.3.5 Innovation

En contexte organisationnel, il semble logique de croire que le capital humain soit lié au développement de l'innovation au sein d'une entreprise, puisque l'individu est habituellement à la base des nouvelles idées soumises à un processus de recherche et développement. Toutefois, les répondants stipulent que l'évaluation d'une innovation reposerait davantage sur le stade de développement de celle-ci plutôt que sur la contribution réelle du capital humain. Il serait alors difficile d'établir une valeur financière pour la main d'œuvre uniquement sur la base des innovations que celle-ci est en mesure de mettre de l'avant; plusieurs autres facteurs entrant alors en ligne de compte dans le développement, puis dans le succès, d'une innovation.

Dans le fond, quand on sait qu'il va y avoir des lancements de produits, on peut l'intégrer dans notre prévision de flux monétaires futurs. [...] Mais c'est très, très difficile à évaluer. On y va avec des multiples, pour lesquels on met beaucoup plus de risques. Mais si les ventes explosent, ça va valoir une fortune. Et si les ventes ne décollent pas, évidemment, ça ne vaudra rien. On essaie d'y aller avec un fort multiple de risque. [...] Mais c'est très, très difficile, les stades de développement de produit. Puis le capital humain qui a contribué à ça, c'est très, très difficile à évaluer (CC4).

La question qu'on se pose toujours, c'est où se trouve cette innovation-là et quel est l'aspect transférable de tout ça? Si c'est un protocole scientifique bien défini, une molécule en pharmaceutique, mais que n'importe qui, avec une équipe d'experts dans le domaine pharmaceutique, va être capable de recréer ou de reprendre ce protocole-là et de pleinement le valoriser, c'est une chose. Si c'est complètement dans la tête d'un individu en question et que c'est très embryonnaire, c'est autre chose. Et il y a une notion, en évaluation, où on va évaluer ce qui est isolable et transférable (CC1).

De plus, la valeur d'une innovation dépendrait fortement de l'intérêt d'un marché potentiel pour celle-ci. Bien que le capital humain puisse avoir un rôle à jouer dans le développement de produits et services répondant à un besoin ciblé sur le marché, les répondants précisent encore une fois qu'il serait difficile d'isoler la valeur financière rattachée spécifiquement à la contribution de la main d'œuvre au succès de l'innovation.

Donc si on est juste au stade d'une idée, ça me surprendrait que grand-monde achèterait cette idée-là, et qu'il paierait cher pour. Donc ça, ça ne vaut pas grand-chose. Si on regarde une entreprise qui vient de tout faire son développement, le fait qu'elle a passé dix ans à développer quelque chose, ou un an à développer quelque chose, ne veut pas nécessairement dire grand-chose non plus. Dans le sens que tu peux t'être trompé. Et si tu es le deuxième à essayer, alors tu vas faire moins d'erreurs que le premier, et ainsi suite. Donc ce n'est pas le temps de développement, ni le coût de développement. C'est vraiment où tu te situes sur le marché? Et est-ce qu'il y a un besoin pour ça? (CC6).

Tel que mentionné précédemment, les répondants affirment toutefois que l'analyse de risque en contexte d'évaluation d'entreprise devrait également permettre d'identifier les personnes contribuant au développement de l'innovation.

Si j'ai « le » chercheur émérite, et que je suis le seul à l'avoir dans mon industrie, ça peut être un facteur qui fait baisser le risque. Plus grosse valeur d'entreprise. Plus grosse valeur d'entreprise veut dire, donc, possiblement plus gros goodwill, plus gros *gap* entre la valeur des actifs tangibles et la valeur réelle de l'entreprise. Mais ce *gap*-là peut être justifié par ce chercheur émérite-là. Donc si j'avais à l'évaluer sur une base autonome, oui, il y a un gros bout de la valeur qui irait vers ce chercheur-là (CC1).

En ce sens, les personnes ainsi identifiées seraient alors considérées sensiblement comme des employés clés, dont la présence pourrait faire fluctuer le niveau de risque à la hausse ou à la baisse, sans pour autant leur attribuer une valeur financière distincte.

4.1.4 Impact du capital humain dans l'évaluation globale

À présent que les facteurs liés au capital humain et considérés lors de l'évaluation d'entreprise ont été identifiés, il semble pertinent de déterminer leur importance dans le processus d'établissement de la valeur globale d'une entreprise, en plus de cibler leur impact réel dans les étapes de ce processus.

4.1.4.1 Importance accordée au capital humain

Précédemment, il fut soulevé que ce ne sont pas tous les employés qui revêtent une importance en contexte d'évaluation d'entreprise.

Une entreprise, ça peut tourner avec 25 % des gens. Je ne dis pas un département où on dépend vraiment, exclusivement, des gens. Mais dans n'importe quelle entreprise, il y a environ 25 % des gens qui font tourner l'affaire. Le reste, ce n'est pas si grave que ça. Et ce n'est pas une vision de capitaliste outrancière. Mais plus c'est technique, plus les gens sont importants. Plus c'est près des sciences, plus c'est près de la création, du développement, de l'amélioration, ... Mais dès qu'il y a un aspect répétitif, je pense que la technologie peut, de plus en plus, prendre la place des gens, à plus forte raison quand ce n'est pas spécialisé. Puis il reste quand même que dans toute entreprise, je pense qu'il y a 25 % des gens qui sont vraiment essentiels. Le reste, je ne dis pas que c'est viable sur 25 ans, parce qu'il va y avoir de l'épuisement, mais à court terme, c'est clair que c'est 25 %, pas plus, qui supporte l'affaire (CC10).

Ainsi, les répondants affirment que leur analyse des composantes liées au capital humain porte précisément sur certains postes ciblés, soit ceux considérés comme étant d'une importance capitale pour le bon fonctionnement de l'entreprise évaluée et/ou ceux occupés par une personne clé dans l'organisation.

Dans le raffinement du calcul, c'est sûr qu'on va vouloir être assez granulaire. Ce que j'aime faire, c'est aller chercher les niveaux, les strates les plus représentatives pour avoir l'équilibre entre l'efficacité. Donc par grandes catégories, je parle de l'administration, équipe de

vente, ça peut être soutien et service à la clientèle, et peut-être deux ou trois catégories d'opération, si c'est pertinent. Mais si j'ai une personne qui se démarque, qui est absolument clé, alors c'est possible que je l'isole, et que j'aie une hypothèse juste pour elle. C'est surtout, encore là, dans l'optique de rencontrer le besoin de mon lecteur. Si mon lecteur veut comprendre pourquoi j'ai une si grosse valeur là, alors ça découle de cette personne-là. Et je veux qu'il comprenne bien le chemin qui a été fait. Alors c'est sûr que je vais l'isoler pour que ce soit encore plus transparent et efficace (CC1).

C'est la conjonction de ce qui est rendu comme service versus le *pool* ou l'ensemble de *skills* que la personne va avoir. [...] Je pense que le facteur cardinal qui rejoint tous ces individus-là qui peuvent être supers différents, c'est qu'il y a des gens qui travaillent pour vivre et il y a des gens qui vivent pour travailler. Et sans vivre pour travailler, les gens qui sont importants, qu'il soit une personne clé, super clé, importante ou semi-importante, c'est leur degré d'intérêt et de motivation, conjugué à leur capacité, qui vont faire qu'ils vont être importants ou pas. Les gens peuvent être importants s'ils le décident. Mais ils peuvent être absolument redondants s'ils le décident (CC10).

Et souvent, ça va être les actionnaires, les entrepreneurs, qui sont clés. Ça va être les gens des opérations ou qui ont développé... s'il y a un produit, ceux qui ont développé le produit. Et naturellement, tu as les bons vendeurs. Les vendeurs qui quittent, on l'a vu, ça fait mal. Surtout quand on a des dépendances clients. Il y en a qui ont des liens très forts, des relations très fortes avec certains clients importants (CC9).

Par conséquent, bien que conscients du fait que la main d'œuvre est nécessaire à l'exploitation de toute entreprise, les répondants considèrent toutefois que les employés occupant des postes routiniers, n'exigeant pas de compétences particulières, ne représentent pas un facteur de risque ou de création de valeur. Dans de telles situations, l'ensemble de la main d'œuvre ne ferait donc pas partie de l'analyse effectuée sur le capital humain en contexte d'évaluation d'entreprise.

L'hypothèse qui est implicitement posée, c'est qu'on va toujours continuer de voir une masse de main d'œuvre qui va faire le *labor*, la *job* qui a besoin d'être faite. Puis on la prend peu en compte. Tant que l'entrepreneur ne nous dit pas que ça freine sa croissance, ou que c'est rendu un problème très, très lourd, je présume que c'est quasiment...

c'est plate à dire et ce n'est pas péjoratif envers eux, mais ce sont des biens meubles. C'est ça, ce sont des biens meubles. Quand est-ce qu'on va le prendre en compte? C'est dans des secteurs spécifiques où ça devient un frein ou un problème (CC4).

Si ce sont des ingénieurs très poussés, des gens qui font des développements de jeux vidéo, des applications de technologie, c'est certain que c'est super important. Des groupes où les forces de vente sont clés au succès de l'entreprise, c'est sûr que c'est important. Prend un très bon vendeur, ça coûte cher et c'est difficile à remplacer. Ça fait mal quand ça part. Quand c'est plus de l'exécution, de la routine, de la commodité, c'est moins important. C'est vraiment l'aspect niché, et l'aspect rare, aspect différenciateur qui est vraiment important. Et c'est là que, effectivement, on en vient à avoir des éléments de valeur plus importante, où on passe plus de temps (CC1).

La valeur du capital humain, elle l'est dans certaines entreprises, dans certains secteurs. Et elle ne l'est pas dans d'autres. Quelqu'un qui fait le roulement sur la machine, ce n'est pas important c'est qui. Ce n'est pas important sa valeur, ce n'est pas important s'il est intelligent, ... Il n'y a rien d'important là-dedans. Sauf que de savoir que, *grosso modo*, ils sont 300 personnes à faire ça et qu'ils le font bien, alors le total devient relativement important. Dans le sens que oui, ça peut être une information utile. Donc je vous dirais que ça dépend beaucoup du secteur (CC6).

Tel que souligné précédemment, le secteur d'activité dans lequel opère l'entreprise évaluée aurait alors un impact sur l'importance accordée au capital humain, notamment dû au fait que certains secteurs nécessiteraient la détention de compétences techniques particulières. De plus, la rareté de certains types de métiers s'ajouterait également à ce constat.

Parce qu'il y a des secteurs, comme l'infrastructure, où une fois que le barrage est construit, l'éolienne tourne en quelque part en Gaspésie, alors tu n'as presque plus besoin de l'individu. Donc dans ces secteurs-là, les ressources humaines sont, je ne veux pas dire pas importantes, mais en tout cas, ce n'est clairement pas le risque majeur. Par contre, dans les secteurs techniques, j'aurais tendance à penser que c'est l'essentiel (CC10).

Les entreprises de services, définitivement. Les entreprises plus technologiques, oui, où il peut avoir un savoir-faire important dans la main d'œuvre. Évidemment, des cabinets de services professionnels, comptables, avocats, consultants, ingénieurs, ça fait partie des éléments importants. Je vous dirais que c'est surtout ces secteurs-là (CC7).

Moi, je dirais tout ce qui est haute technologie ou entreprise de services, c'est primordial. Ça, c'est clair. Ce qui est technologies, logiciels ou autres, où il y a du développement, c'est clé, ça c'est clair (CC9).

Malgré le fait que le capital humain revêt une importance capitale dans la valeur générée par l'exploitation d'une entreprise, cette importance ne semble pas toujours reflétée à sa juste valeur en contexte d'évaluation d'entreprise.

D'ailleurs, on parle de n'importe quelle entreprise, on parle de n'importe quel gestionnaire, c'est hyper important les ressources humaines. Et pourtant, c'est vrai qu'on ne leur attribue pas tant d'importance que ça quand on fait l'évaluation de l'entreprise. C'est le constat (CC9).

Ainsi, les répondants spécifient que les caractéristiques rattachées au capital humain ont un impact non négligeable dans le processus de valorisation d'une entreprise dans sa globalité. Cependant, plutôt que de se traduire par l'établissement d'une valeur financière distincte pour le capital humain, l'importance de celui-ci se reflèterait davantage par l'impact que ces caractéristiques ont sur les éléments servant de fondements à l'application des méthodes traditionnelles d'évaluation d'entreprise.

4.1.4.2 Considération du capital humain

Tel que discuté à la section 4.1.1 et représenté à la figure 4.1, le capital humain serait pris en considération lors de quatre étapes du processus d'évaluation d'entreprise, soit celles de la collecte d'informations, de l'évaluation (analyse) du risque, de l'élaboration des hypothèses et de la validation de la valeur.

Premièrement, lors de la collecte d'informations, les répondants précisent que parmi l'ensemble des données qu'ils doivent obtenir pour réaliser l'évaluation d'une entreprise, celles portant sur le capital humain toucheraient habituellement les facteurs identifiés précédemment. De façon générale, ces facteurs serviraient ensuite à bâtir l'analyse portant sur les forces, faiblesses, opportunités et menaces (FFOM) de l'entreprise évaluée.

Dans forces et faiblesses? Historique de griefs ou de chicanes avec des employés, de grèves ou de lock out, de conflits. Dépendance envers un ou des dirigeants clés. Âge moyen des dirigeants. Vraiment, si j'ai un groupe de vétérans, mais dont la relève n'est pas assurée, et que j'ai un risque pour l'entreprise dans sa perpétuité, alors oui, ça va être quelque chose qui va être considéré. Tous les faits de l'entreprise en question. Si je suis le seul petit joueur de mon industrie, et que tous les joueurs clés sont de plus grande taille, offrent de meilleurs salaires, et que j'ai un risque réel de perdre mes personnes clés, ça va être considéré dans l'ensemble de l'évaluation (CC1).

Il y a beaucoup de ces éléments-là qui se font par voie de discussion, de questions. On demande à l'entrepreneur de nous expliquer son entreprise, ses forces et faiblesses, un peu une analyse SWOT (*strengths, weaknesses, opportunities and threats*). Puis on fait ça au moyen d'entrevues. On fait souvent une visite, mais pas toujours. [...] Et on va s'assurer qu'il y a une équipe dans les rôles clés. Souvent, ça peut arriver qu'il y ait des trous dans la structure organisationnelle et on en tient compte. Des lacunes, un peu les forces et faiblesses de l'entreprise (CC7).

Deuxièmement, les facteurs identifiés lors de l'analyse FFOM serviraient de base à l'analyse de risque, de manière à déterminer l'impact de ceux-ci sur le niveau de risque découlant de l'exploitation de l'entreprise évaluée. En ce sens, les caractéristiques du capital humain seraient considérées par les répondants à titre d'éléments faisant varier le risque à la hausse et parfois à la baisse. En ce sens, une main d'œuvre de qualité aurait pour impact de diminuer le niveau de risque associé à l'exploitation d'une entreprise, justifiant par le fait même la détermination d'une valeur potentiellement plus élevée pour cette dernière. À l'inverse, des problématiques au niveau du capital

humain risqueraient pour leur part d'augmenter le niveau de risque et, par conséquent, de diminuer la valeur globale de l'entreprise.

C'est dans ce sens-là que je dirais que le capital humain est important. Si on voit qu'il y a un risque de ce côté-là, on va le considérer dans nos risques. Ça va venir affecter la valeur. Est-ce que c'est une équation mathématique directe facile à suivre? Pas nécessairement. Mais ça va être pris en compte dans le jugement, dans l'établissement du facteur de risque de l'entreprise. [...] Le taux de rendement appliqué aux flux monétaires va être impacté par la force de travail, ou le groupe de capital humain. Plus il est jugé risqué, plus on va augmenter le facteur de risque, versus le baisser (CC1).

Donc c'est là que dans le profil de risque, si on juge que c'est le bon gestionnaire, avec les bonnes capacités pour l'entreprise, ça va très certainement diminuer le risque. Versus si on pense qu'on a un profil de gestionnaire qui est correct, qui est standard, mais rien de plus. Alors ça veut dire que ça ne va pas diminuer le risque. Ça va juste être au niveau qu'il est actuellement. Et si on a d'autres risques à ajouter, ce n'est pas ce facteur-là qui va l'atténuer (CC5).

Oui, c'est pas mal dans le taux de rendement. À ce moment-là, le flux monétaire, on peut prétendre qu'il va être généré, mais en mettant peut-être plus de risques parce qu'on n'a pas une équipe très forte en-dessous (CC9).

Troisièmement, les informations collectées sur le capital humain viendraient par la suite soutenir la formulation des hypothèses requises pour l'application des méthodes traditionnelles d'évaluation d'entreprise.

Dans le fond, on ne se le cachera pas, les deux principales composantes de la valeur, c'est ton *cash-flow*, puis ton multiple de capitalisation. Donc ce qu'on peut dire, c'est que le capital humain a une incidence sur les deux principales composantes. Donc oui, ça a une incidence sur la valeur. Ce qui est plus dur à quantifier, c'est la portion qui est rattachée seulement au capital humain, parce que c'est un panier de risques. Un panier d'éléments qualitatifs. Mais oui, je pense que c'est pris en compte et ça a un impact sur la valeur, sur les deux principales composantes (CC4).

En ce sens, et sous réserve de la méthode retenue pour effectuer l'évaluation, le capital humain aurait un impact direct sur la détermination de la valeur globale d'une entreprise puisqu'une main d'œuvre de qualité permettrait habituellement de soutenir les résultats générés par l'exploitation de la société. Également, certaines caractéristiques liées au capital humain seraient davantage perçues comme un risque entourant l'exploitation de l'entreprise évaluée. Dès lors, ces caractéristiques auraient pour effet d'augmenter le facteur de risque intégré dans l'établissement du taux d'actualisation ou du facteur de capitalisation.

On est conscient de ces éléments-là. On n'aura peut-être pas une ligne ou une documentation directement spécifique rattachée au capital humain. Mais comme je dis, ça peut affecter positivement, dans le sens où les chiffres sont là parce que j'ai des bons employés. Ou si on est conscients que le capital humain a une déficience, il y a un très gros risque qui y est rattaché (CC4).

Considérant alors l'impact du capital humain sur la formulation des hypothèses, notamment en ce qui a trait au niveau de risque spécifique, les répondants se sont prononcés sur la possibilité que l'écart entre le bas et le haut de la fourchette de valeurs établie suite à l'évaluation d'une entreprise puisse être attribuable, en tout ou en partie, au capital humain. À cet effet, les répondants ont affirmé que la qualité de la main d'œuvre pourrait justifier une certaine partie de l'écart dans la fourchette de valeurs, sans toutefois que ce dernier soit uniquement causé par les caractéristiques liées au capital humain.

Est-ce que la fourchette elle-même est associée au fait d'avoir des employés de qualité ou non? Peut-être un petit peu. Mais je pense que c'est plus la somme des risques perçus et des rendements... Cette fourchette-là, ce qu'elle veut simplement dire, c'est que ce n'est pas une science, l'évaluation. C'est que la somme des risques, vue d'une certaine façon ou vue d'une autre avec les paramètres économiques, on pourrait être confortable à arriver à n'importe quelle valeur dans ce *range*-là en fonction de ce qu'on observe. Donc oui, partiellement, mais pas totalement (CC10).

Je pense que oui. C'est encore une fois dans la sélection du multiple de capitalisation. Quand on sélectionne le multiple, lorsqu'on travaille avec une fourchette, on dresse toute la liste des critères qualitatifs, autant positifs que négatifs. Puis évidemment, quand on décèle un risque rattaché au capital humain, concentration de connaissances envers une ou deux personnes, ça va tirer notre multiple... un multiple plus faible, qui va être le bas de notre fourchette. Puis dans certains cas, où on dit que nos employés, notre rétention d'employés, notre motivation d'employés est très forte, ça va nous inciter à y aller avec un multiple plus fort. Donc oui, je pense que définitivement, ça se trouve à avoir un effet indirect sur la fourchette de valeurs (CC4).

Le capital humain a sûrement un impact parce que, qu'est-ce qui va me créer une fourchette? Il y a trois éléments. Ça va être si je travaille avec des flux monétaires différents. Donc ça, ça a un impact sur ma fourchette. Si je travaille avec un réinvestissement en immobilisations, un CAPEX qu'on appelle, qui est différent, ça va avoir un impact sur ma fourchette. Et mon risque, qui va avoir un impact sur ma fourchette. Et le risque [de base], il est pareil, dans le haut ou le bas de ma fourchette. Tout ce qui vient de mes volumes, mon taux de base du Canada, ma prime du marché, ... c'est tout pareil le haut et le bas. Où je viens jouer, c'est vraiment ma prime spécifique, qui inclut autant le capital humain que la dépendance envers des clients, que la concurrence. Tout le côté qualitatif rentre là (CC3).

Et si je dis que ça vaut entre un et deux millions, c'est parce je pense que ça vaut entre un et deux millions. Est-ce que la différence, c'est que si j'avais le bon management, ça pourrait valoir deux, et avec ce que j'ai là, ça vaut un? Peut-être que dans certains cas, c'est ça. Et peut-être que dans d'autres cas, ce n'est pas ça pantoute (sic) (CC6).

Quatrièmement, le capital humain jouerait également un rôle dans l'étape de la validation de la valeur déterminée suite au processus d'évaluation d'une entreprise.

Mais c'est plus de dire, tout est beau, donc le prix tient. Plutôt que de dire, wow, c'est extraordinaire, donc ça devrait valoir plus. C'est plus de dire que s'il y a des problèmes, on va venir baisser la valeur qu'on avait, sur laquelle on s'était entendus. Ce sont comme des vices cachés dans nos maisons (CC9).

[Le capital humain], c'est un élément qu'on voit souvent quand on fait la répartition du coût d'acquisition, il faut l'évaluer directement. Dans

les autres dossiers, on ne l'évalue pas directement, mais ça peut être un élément dont on tient compte quand on regarde la conclusion de valeur et le caractère raisonnable de la conclusion (CC7).

Ainsi, bien qu'aucune valeur ne soit attribuée distinctement au capital humain lors du processus d'évaluation d'entreprise, les répondants ont tous souligné l'impact non négligeable de celui-ci dans la valorisation d'une organisation toute entière. De plus, il fut relevé que plusieurs composantes liées au capital humain, telles que le niveau de compétences, la présence d'employé clé ainsi que la qualité des relations de travail, devaient être prises en considération de manière à soutenir les hypothèses utilisées dans l'application des méthodes traditionnelles d'évaluation. Cependant, aucune technique ne serait utilisée par les répondants dans un but d'évaluer ces composantes rattachées au capital humain.

4.2 CAPITAL DE DÉVELOPPEMENT LOCAL (PROFIL CD)

Les seconds résultats présentés sont ceux obtenus des répondants appartenant au profil CD. Tel qu'il fut présenté à la section 3.3.1.4., les 12 participants appartenant à ce profil travaillent au sein de divers organismes de financement de niveau municipal, régional, provincial ou fédéral, tels que les SADC, les CLD, les MRC. Ces répondants occupent tous le poste d'analyste financier ou un poste similaire, sans toutefois détenir de titre professionnel. La clientèle cible des répondants du profil CD est constituée de PME œuvrent dans pratiquement tous les secteurs d'activités et dont le chiffre d'affaires dépasse rarement les 10 millions de dollars. Le financement offert à la clientèle prend habituellement la forme de prêts et/ou de subventions, allant de quelques milliers de dollars jusqu'à un maximum d'environ 300 000 \$.

Selon les propos recueillis auprès de ces répondants, les phases du processus suivi pour le traitement d'un dossier sont essentiellement les mêmes d'un dossier à l'autre. Cependant, la réalisation de chacune des phases du processus varierait notamment en fonction de la nature des activités de l'entreprise. De plus, le traitement et l'analyse

d'un dossier semblent différer selon l'expérience du répondant et les outils de travail que celui-ci pourrait avoir développés au fil du temps.

Ça dépend des personnes. Par exemple, un analyste financier qui sort de l'école ou qui a deux ans d'expérience en entreprise, et qui arrive ici. Il n'a pas la vue que... Il faut avoir confiance en sa capacité d'évaluer un entrepreneur. Donc la personne va plus s'asseoir et dire, selon les chiffres que j'ai là... Elle va faire vraiment une analyse standard, sans déborder du cadre, parce qu'elle va avoir peur de perdre son prêt ou de se faire taper sur les doigts. Donc ce n'est pas la même façon. Ça dépend de l'expérience (CD4).

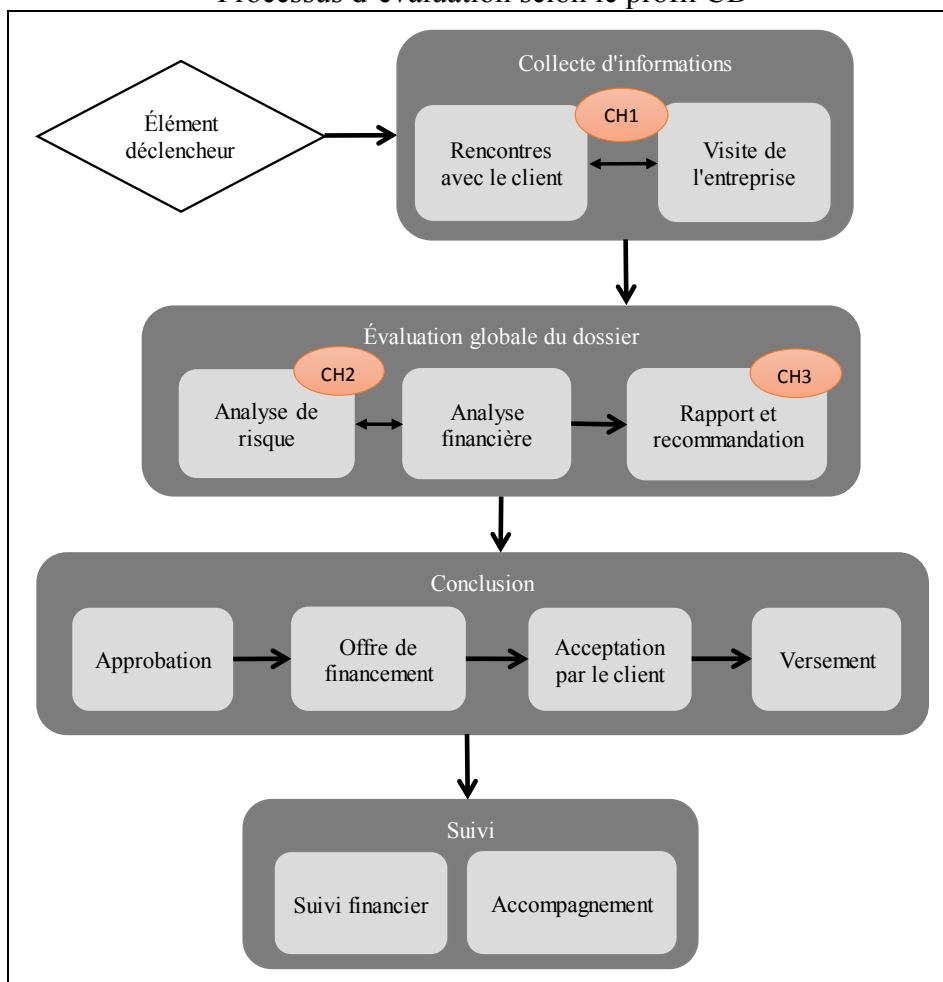
Les chiffres de prévisions, ça on les a tous, on travaille tous avec ça pour sortir les ratios, etc. Mais la base de l'analyse, moi j'ai ma propre base. Untel travaille avec ses outils à lui. Et Untel qui fait du financement aussi travaille avec ses outils. On n'a pas rien qui centralise ça. La raison, c'est qu'on a chacun travaillé avec nos outils et on sait comment s'en servir. Mais il n'y a pas d'outil général pour ça (CD6).

Il semble donc que, malgré l'existence d'un processus somme toute standard, la mise en œuvre des différentes phases du processus varie passablement d'un dossier à l'autre, et ce, principalement au niveau de la manière dont le répondant collecte et analyse les informations en lien avec le projet devant être financé.

4.2.1 Processus d'évaluation

Selon les répondants du profil CD, le processus d'évaluation des dossiers débiterait également par un élément déclencheur, et serait ensuite composé des phases de la collecte d'informations, de l'évaluation globale du dossier, de la conclusion et du suivi. Ces différentes phases sont présentées à la figure 4.2 de la page suivante, puis détaillées par la suite. De plus, l'incidence du capital humain dans le processus d'évaluation des dossiers est représentée, dans le modèle, à l'aide de cercles rouges contenant l'abréviation CH (pour capital humain).

Figure 4.2
Processus d'évaluation selon le profil CD



4.2.1.1 Élément déclencheur

Selon les répondants, le processus débiterait par la survenance d'un élément déclencheur, soit la recherche de financement pour un projet s'inscrivant dans une vision de développement économique en région.

Notre mission, à la base, c'est de favoriser la création et le maintien d'emplois. Évidemment, on fait du développement des affaires nous autres-mêmes, du démarchage dans le réseautage, et puis on le voit, les demandes qu'il y a. Mais la motivation, c'est qu'ils sont d'abord et avant tout à l'étape de recherche de financement. L'étape reliée à l'idée

et tout ça, souvent, ils l'ont. [...] Nous autres, on les attrape à ces deux volets-là, mais plus particulièrement quand on est rendus au financement. Donc on est plus en amont, c'est-à-dire au financement et à l'accompagnement après (CD3).

Dès lors, tout projet financièrement viable et respectant le principe de développement économique pourrait se retrouver entre les mains des répondants, et ce, peu importe le stade de vie de l'entreprise souhaitant être financée.

On finance toutes les étapes. Je dirais que la seule chose à laquelle on fait attention, ce sont les redressements ou les sauvetages. Mais on fait du démarrage, on fait de la relève, on fait de l'amélioration, de la modernisation. On fait pas mal tout. La seule chose qu'on a un petit peu de difficulté, mais qui commence à avoir beaucoup de demandes, c'est vraiment des plans de redressement d'entreprises (CD8).

De plus, les répondants précisent que le développement économique ne se résume pas uniquement au fait de créer des emplois. Au sens large, il s'agirait également de favoriser l'essor d'une région en générant des retombées économiques pour cette dernière.

Nous autres, on peut financer un projet, que son but ce n'est pas de créer de l'emploi. C'est probablement d'en perdre. Mais c'est d'améliorer sa compétitivité, avec des instruments et équipements plus performants. Ça ne veut pas dire qu'il va créer de l'emploi. Mais il va peut-être faire fonctionner des sous-traitants. Son chiffre d'affaires va augmenter. Éventuellement, il va avoir besoin. Donc la création d'emplois n'est pas nécessairement et toujours un critère de retombées (CD9).

Une autre précision importante est apportée par les répondants à l'effet que le financement offert par les organismes qui les emploient serait habituellement réalisé de pair avec les institutions financières et/ou divers partenaires financiers du domaine du capital de développement local.

Notre rôle, c'est de faire du financement complémentaire aux institutions financières. C'est-à-dire que nous, habituellement, on fait la

portion plus risquée, que eux ne veulent pas faire. C'est ça, notre rôle habituel. Parfois, on va faire des dossiers seuls, pour différentes considérations. Mais le but premier, c'est vraiment de compenser, finalement, entre la mise de fonds du client et ce que l'institution financière est prête à faire (CD1).

Il y aurait ensuite une prise de contact avec le client, fréquemment identifié comme étant le promoteur du projet à financer. Le contact pourrait se faire directement avec le répondant, ou par l'entremise d'une référence effectuée par un professionnel externe à l'organisme, tel que précisé dans les extraits suivants.

Souvent, il y a un professionnel, comptable, fiscaliste, qui est impliqué. C'est sûr que eux, quand ils se rendent compte que le financement ne peut pas être obtenu en entier à l'institution financière traditionnelle, ils ont le réflexe de nous appeler. Ça fait quand même un certain temps qu'on est en poste ici. Donc on a déjà développé des bonnes relations avec eux. C'est souvent eux, souvent des professionnels comptables, fiscalistes, qui peuvent nous référer certains dossiers. Surtout dans les gestions de relève, parce qu'il y a toujours des gens impliqués là-dedans. Puis des fois, on a de nos clients qu'on suit depuis quelques années puis là, ils se sont affichés à vendre. Puis on peut intervenir à ce niveau-là. Mais les références proviennent d'un petit peu partout, finalement (CD1).

Initialement, je dirais que les dossiers viennent d'un peu partout. Ils viennent soit des clients. Ils viennent de clients que j'ai déjà qui me réfèrent d'autres clients qu'ils connaissent et avec qui ils aimeraient que je fasse affaires, que je pourrais les aider. Et ils proviennent de partenaires également qui sont la BDC, les institutions financières, le CAE ou Centre d'Aide aux Entreprises, ... (CD6).

Donc quand il manque du financement, on nous appelle. Soit que ça entre directement. Soit que c'est par l'intermédiaire d'institutions financières ou certains ministères (CD8).

Une fois le contact établi, les répondants précisent que le processus d'évaluation débute généralement par une phase de collecte d'informations.

4.2.1.2 *Collecte d'informations*

Selon les répondants, la collecte d'informations serait réalisée par l'entremise de plusieurs discussions et demandes de renseignements auprès du ou des promoteurs du projet devant être financé. Ainsi, le processus d'analyse du dossier débiterait habituellement par une première rencontre, visant d'abord à établir les bases du partenariat potentiel entre les répondants et leur éventuel client.

Lors de la première rencontre, je demande d'avoir les états financiers de l'entreprise des trois dernières années au minimum, états financiers comptables avec les intérimaires à jour, avec le comparatif pour les mêmes périodes, comptes-clients, comptes à payer également pour donner une idée de qui sont les clients, c'est quoi justement le partage des ventes, c'est-à-dire voir s'il y a une dépendance à un client, dépendance face à un fournisseur, ... Ce sont des choses qu'on regarde. Donc c'est la première chose qu'on fait. C'est sûr que quand je rencontre le client, je vais vraiment plus au niveau qualitatif initialement. Les chiffres, c'est plus par après. Initialement, je pose des questions (CD6).

En temps normal, l'entrepreneur vient nous rencontrer pour nous expliquer son projet. [...] Et on leur explique tout, tout. Donc la première rencontre, elle peut être différente entre quelqu'un qui ne connaît absolument rien, et quelqu'un qui va prendre de l'expansion et qui connaît beaucoup de choses. Ça, c'est la première des choses. Donc on écoute le promoteur nous parler de son projet, qui est soit au début, au milieu ou à la fin. On pose beaucoup de questions (CD4).

Selon les répondants, les informations ainsi recueillies serviraient ensuite à préparer le dossier contenant toutes les données devant être utilisées dans l'analyse de la demande de financement.

On commence par rencontrer le client. On souhaite habituellement qu'il ait un mini plan d'affaires ou au moins qu'il présente un sommaire de projet. S'ils n'ont pas cet outil-là, on rédige l'information. Ce n'est pas nécessaire d'avoir un plan d'affaires. Mais s'ils l'ont, tant mieux. [...] Donc habituellement, c'est une première rencontre où on connaît l'individu, on reçoit sa demande. On travaille le dossier. On le revoit

une seconde fois pour questionner plus en profondeur. On fait nos recherches d'informations. Habituellement, il y a une visite d'entreprise, du site, pour aller voir qu'est-ce que ça a l'air l'entreprise. Puis normalement, après trois visites, trois rencontres, on présente le dossier (CD10).

Ainsi, une ou plusieurs visites de l'entreprise évaluée seraient également effectuées afin de déterminer l'état physique des lieux dans lesquels la société est exploitée, en plus de collecter des informations quant au climat et relations de travail qui existent au sein de celle-ci.

Donc on regarde ce qu'il nous dit et, après ça, on le valide dans la visite. Ce qu'on regarde, la première chose là-dedans, c'est comment il est organisé. On détecte facilement les failles qu'il peut y avoir, par exemple, avec l'environnement. S'il respecte les règles. [...] Deuxièmement, on regarde les employés, comment ils vont. C'est facile de détecter une ambiance malsaine. Et lui, comme individu, comment il se comporte avec ses employés. Moi, j'en ai déjà vu des propriétaires donner des chars de marde (*sic*) à des employés, devant tous les autres employés et devant moi. Donc je me suis dit ouf, où est-ce qu'on s'en va avec ça? Puis ça venait répondre à une question. Je remarquais que tous les employés, quand le *boss* passait, ils avaient tous la tête entre les deux jambes. Je comprends pourquoi maintenant. On regarde aussi les équipements qu'il y a. On regarde la sécurité au travail. [...] Quand tu rencontres un client, tu te prépares. Tu regardes ton dossier. Qu'est-ce que tu avais là-dedans? Tu regardes ses forces, ses faiblesses. Quand tu visites l'entreprise, tu vois pas mal d'affaires là-dedans. Un exemple, la propreté. Ça, ça en dit long sur qui on a affaire. Ça en dit long sur les gens. Est-ce qu'ils respectent les règles et règlements là-dessus? Donc ce sont tous des points de repère qu'on regarde. Tu regardes comment il te répond, qu'est-ce qu'il te dit. Est-ce qu'il est rendu où il voulait aller? Donc on regarde ça, puis j'ai toujours le même réflexe, je regarde toujours ses inventaires (CD3).

Ce serait d'ailleurs lors des étapes de rencontres et de visites sur place que les répondants tiendraient d'abord compte de la qualité du capital humain (CH1 dans le processus présenté précédemment à la figure 4.2). Selon les répondants, il serait primordial de bien connaître le ou les promoteurs d'un projet avant de conclure une

entente de financement puisqu'ils devront bâtir et/ou maintenir une relation d'affaires durant plusieurs années.

On l'approche différemment le client. Je dirais que ma partie, avant qu'il signe une demande de financement chez nous, ça peut être des rencontres, d'aller entre 1 heure à 3 heures. Je ne suis pas limité de dire que j'ai un client et que j'ai 15 minutes. Non. On prend le temps de cerner, de voir, parce qu'on veut voir aussi l'individu. C'est un peu le but de l'opération. Mais on veut voir aussi jusqu'où il est prêt à aller, comment il connaît son sujet, son projet, est-ce qu'il est bien articulé, est-ce qu'il connaît toutes les problématiques, ... (CD8).

C'est sûr que si on a un client depuis cinq ans et qu'il veut acheter une autre entreprise, on risque de faire peut-être moins d'enquête que si une personne qu'on a jamais rencontrée, qu'on connaît zéro, arrive et dit : je veux acheter telle ou telle affaire. C'est sûr, parce que la relation de confiance est déjà installée. Ce qui est un petit peu la base du financement, c'est aussi d'avoir confiance en l'individu au-delà de l'entreprise. Si la confiance n'est pas là avec l'individu, il n'y aura pas de financement (CD1).

En ce sens, la relation de confiance entre les répondants et les promoteurs semble figurer parmi les principaux aspects liés au capital humain auxquels une attention particulière doit être accordée dans le processus d'évaluation d'un dossier.

4.2.1.3 Évaluation globale du dossier

Selon les répondants, la phase suivante serait celle de l'évaluation globale lors de laquelle les informations collectées sont analysées, dans le but d'en venir à formuler une recommandation quant à l'octroi du financement demandé.

Et là, on commence vraiment le traitement du dossier en tant que tel. Quand c'est une entreprise qui existe, on travaille avec les états financiers des années antérieures. Donc on essaie de minimiser l'impact. On demande la liste des recevables, des payables. On s'assure que les gens sont conformes avec les ministères, que ce soit fédéral ou provincial, parce que si les gens ne sont pas conformes, nous on n'est

plus là. On vérifie les antécédents aux niveaux judiciaire et criminel. Après ça, si on a besoin, on regarde des prévisions financières. Je te dirais qu'une entreprise qui existe, je ne suis pas trop chatouilleux, je demande entre 12 et 24 mois, et des fois même 0. En démarrage, ils sont obligés de passer par notre processus, donc un plan d'affaires, prévisions financières, ... (CD8).

La première phase de l'étape d'évaluation globale consisterait à réaliser une analyse approfondie des différentes informations recueillies sur le projet. Selon les répondants, une large part de cette analyse serait fondée sur des éléments de nature qualitative.

Le côté qualitatif, sous toutes réserves, mène pas loin de 50 % de l'analyse, et peut-être même plus que ça, parce qu'on n'a pas l'obligation d'investir dans une entreprise qui est rentable. [...] Oui ce sont des facteurs qui vont être analysés, qui vont avoir une répercussion sur le taux d'intérêt. Mais même s'ils sont négatifs, mais qu'il y a des atténuants qui vont les combler dans le futur, alors on peut investir quand même (CD6).

L'attribution de la valeur au capital humain, c'est au niveau de la gestion et aussi de la productivité. Ça va être une analyse plus qualitative parce qu'on n'a pas de modèle ou de méthode spécifique pour mesurer, pour évaluer. Mais on le fait de façon qualitative et ça influence le risque (CD9).

Dès lors, l'analyse menée sur ces informations permettrait notamment d'évaluer le niveau de risque se rattachant au projet devant être financé.

Puis notre grille de risque est évaluée en fonction des risques traditionnels qu'on peut voir au niveau des entrepreneurs, le marché, la production, la situation financière et l'administration. Ce sont les risques traditionnels qu'on regarde. [...] On sait qu'on est dans un créneau de risque plus élevé, parce que moins garanti. C'est pour ça que là, il faut analyser plus en profondeur ces éléments (CD3).

C'est vraiment au niveau de l'analyse. En gros, on va regarder plusieurs variables qui vont se calculer automatiquement : en termes d'âge de l'entreprise, en termes de contribution, s'il a déjà reçu une contribution de nous, donc l'historique, s'il a déjà remboursé comme il faut, sans défaut, donc ça donne des points. [...] Donc c'est vraiment au niveau

de l'analyse qu'on va déterminer le risque de l'entreprise, et c'est là qu'on va adapter notre approche. Si c'est très risqué, on va questionner plus. On va regarder beaucoup plus de choses. [...] S'il n'est pas risqué, on fait une entente en bonne et due forme et on laisse aller et on fait un suivi normal du projet (CD9).

Ce serait d'ailleurs lors de l'analyse de risque que les répondants affirment prendre en considération les caractéristiques rattachées au capital humain, et plus précisément celle reliées au promoteur du projet (CH2 dans le processus présenté précédemment à la figure 4.2).

Ça fait partie du premier volet de l'évaluation globale. Tu as le risque d'entreprise, tu as le risque de crédit. Risque d'entreprise, ce sont les cinq fonctions que je t'expliquais. Marché, production, ressources humaines, promoteur, j'en parle en quatrième, mais qui est l'élément le plus important, puis tout le volet de l'environnement (CD3).

Oui, on vérifie quand même le facteur ressources humaines. Je ne dirais pas qu'on va aller pousser autant dans tous les dossiers. Mais les dossiers dans lesquels on décèle qu'il peut y avoir une problématique, on va pousser davantage. Mais c'est un facteur qui est vérifié, qui est analysé, à chaque fois (CD6).

Bien que le capital humain soit considéré lors de l'étape de l'analyse de risque, aucune analyse distincte, ni aucune valorisation, ne lui est dédiée. Le capital humain serait, ni plus ni moins, un des nombreux facteurs analysés par les répondants.

Mais concrètement, est-ce que dans le dossier, il y a vraiment une valeur qui est attribuée à la personne? La réponse, c'est non. Mais indirectement, dans l'analyse globale, indirectement, il est considéré. Ça fait partie du tout (CD1).

Par la suite, le niveau de risque global du projet dépendrait, en partie seulement, de la qualité du capital humain. D'autres facteurs non financiers, tels que le secteur d'activité ainsi que le stade de vie de l'entreprise, auraient également un impact sur le niveau de risque attribué au projet.

Et dépendamment du secteur d'activité, il y a des secteurs qui sont, disons, plus difficiles à financer parce que le niveau de risque est plus élevé. Par exemple, on pense secteur restauration, ce genre de choses-là. C'est sûr que c'est plus difficile à financer, parce qu'il y en a beaucoup et parce que le niveau de fermeture est beaucoup plus élevé que dans d'autres secteurs d'activité (CD1).

On travaille avec certains critères d'admissibilité qui font en sorte que certains secteurs sont complètement bannis pour nous. Alors notre première évaluation, elle est liée au secteur d'activité, et non pas, ni à la qualité du projet, ni à l'individu. Pourquoi? Parce que dans notre mission de développement économique, ceux qui sont dans le détail, on sait qu'il y en a un paquet qui sont là-dedans. Et il y en a qui nous demandent une aide financière. Si je l'avantage par rapport aux autres, mais on fait juste du déplacement d'emploi (CD3).

Si c'est un produit nouveau, c'est un petit peu plus risqué. Un produit qui existe déjà et que tu améliores, c'est moins risqué. Donc on le regarde au niveau qualitatif et par rapport à l'historique aussi. Donc l'historique, ce sont vraiment les phases de l'entreprise. L'entreprise, est-ce qu'elle a connu des creux? Comment est-ce qu'elle a fait pour se sortir de ça? Et aujourd'hui, où est-ce qu'elle est rendue? Donc le niveau de maturité de l'entreprise est aussi regardé (CD9).

Selon les répondants, l'étape de l'évaluation globale comporterait également une analyse financière. Celle-ci devrait alors permettre de dresser la situation financière actuelle et/ou future de l'entreprise, dépendamment si l'entreprise est déjà exploitée ou s'il s'agit d'un démarrage. L'analyse financière permettrait d'évaluer la rentabilité dudit projet, d'un point de vue strictement financier et tenant compte des variables contextuelles propres aux activités de l'entreprise.

Donc on entre les données actuelles et on est capable de voir les ratios futurs en fonction des ventes, en fonction des achats, tout le budget de caisse, ... ce qui permet de sortir des prévisions sur trois années et d'avoir tous les ratios prévisionnels et le bilan prévisionnel. Ce qui nous donne une idée, dans le futur, de la valeur de l'entreprise. Par la suite, j'ai un outil qui me permet de calculer les fonds générés. En fait, c'est un fichier comptable manuel que je fais, pour voir les fonds générés de l'entreprise, voir avec le service de la dette, est-ce que ça rentre? (CD6)

Ainsi, considérant le contexte de financement dans lequel sont traités les dossiers, l'analyse financière servirait également à déterminer la capacité financière de l'entreprise pour le remboursement ultérieur du financement obtenu. Les prévisions de flux monétaires seraient donc utilisées presque uniquement à cette fin.

Ça fait partie de l'analyse des chiffres, s'il y a une valeur nette positive ou si c'est une entreprise qui ne va pas bien. Mais oui, on sort le chiffre et on regarde. Mais c'est surtout la capacité de rembourser qu'on va regarder (CD10).

C'est pour vraiment déterminer la rentabilité de l'entreprise après projet, pour regarder si l'entreprise va être capable de rencontrer toutes ses obligations financières, y compris rembourser ses dettes (CD5).

En ce sens, les répondants précisent qu'ils procèdent rarement à la détermination de la valeur totale de l'entreprise, ce qui ne les empêcherait pas d'avoir une idée globale de celle-ci. De plus, lorsque le dossier traité nécessite la détermination de la valeur d'une entreprise, les répondants affirment qu'il est fréquent d'avoir plutôt recours à des experts en la matière.

Donc on ne fait pas vraiment d'évaluation. C'est extrêmement rare. Nous, ce qu'on va faire comme évaluation, c'est quand une entreprise veut racheter une entreprise. On va regarder... et c'est quand même assez rare... on va faire appel à un évaluateur agréé, qui va évaluer l'entreprise. Nous, on finance essentiellement les murs. Le fonds de commerce, on ne le financera pas. Mais c'est extrêmement rare qu'on voit ça. Donc on va s'appuyer sur un rapport d'évaluation (CD12).

Quand on arrive vraiment dans quelque chose d'un petit peu plus complexe, comme une acquisition d'entreprise, avec un vendeur qui vit de certaines parties du bilan, je fais quelque chose de sommaire à ce niveau-là. Mais on va demander à ce qu'un comptable fasse un bilan d'ouverture après projet. Je ne me lancerais pas là-dedans (CD5).

Malgré le recours à des experts en évaluation, il semble que certains contextes pourraient nécessiter la détermination de la valeur d'une entreprise par les répondants.

À cet égard, ceux-ci affirment qu'en contexte de financement de l'acquisition d'une entreprise, il pourrait être nécessaire d'évaluer cette dernière, ne serait-ce que pour valider le caractère raisonnable du prix payé lors de la transaction. Dans de telles situations, les répondants affirment avoir principalement recours aux méthodes basées sur le marché, soit celle des comparables ainsi que celle des multiples (ou références sectorielles).

Quand c'est possible, les comparables, c'est une des meilleures qu'on peut utiliser. Mais dépendamment de... c'est sûr, il y a certaines choses qu'il faut considérer. Mais c'est une méthode qui, habituellement, fonctionne très bien. [...] C'est sûr que lorsque ça fait plusieurs années qu'on fait ça, on a souvent des transactions un petit peu similaires qui se passent dans des secteurs qui peuvent se comparer. Donc c'est sûr que ça, on peut se servir de cette base-là (CD1).

Donc à ce moment-là, ce qu'on refait avec eux autres, c'est le travail d'évaluation. Comment tu paies? On a accès aussi à des ratios par rapport à ça, qui existent dans les secteurs d'activité. On paie le BAIIA 5 fois, 6 fois dans ce secteur-là, ou 10 fois les profits après impôt. Donc on est capable de mesurer si le prix qu'il paie est correct (CD7).

De plus, il semble que les répondants utiliseraient également les méthodes d'évaluation basées sur les actifs afin d'estimer la valeur de l'actif net d'une entreprise. Pour ce faire, ils auraient alors recours à la méthode de la valeur comptable ajustée.

Oui, je vais faire la valeur comptable. Je vais faire la valeur ajustée aussi, en fonction des données que j'ai en main. Mais oui, je devrais faire les deux habituellement, pour avoir une idée globale, dépendamment de l'amortissement, la valeur nette de tes équipements, etc. Tu as des choses à réajuster. Tu as l'achalandage qui n'est pas considéré là-dedans non plus, donc tu peux le rajouter. Mais oui, ça je le valide (CD6).

Mais ce qui est fait souvent, c'est une évaluation des actifs, une évaluation professionnelle de la bâtisse. Pour voir si, justement, entre le prix demandé et la valeur réelle des actifs, la portion intangible, est-ce qu'on trouve qu'elle fait du sens ou pas (CD1).

À la base, c'est sûr que quand on fait une demande de financement, peu importe le type de projet ou peu importe la finalité de ça, on va toujours jeter un coup d'œil citrique aux chiffres, pour voir c'est quoi la valeur nette de l'entreprise. Mais sans aller profondément dans une analyse [détaillée], on va quand même jeter un coup d'œil, voir c'est quoi la valeur nette. Et déterminer s'il y a un rajustement à faire au niveau des équipements, des immobilisations (CD9).

Puis considérant le rôle des répondants à titre de partenaire financier de leur client, l'objectif poursuivi dans une telle démarche de financement ne nécessiterait habituellement pas la détermination d'une valeur de liquidation. Dès lors, cette valeur pourrait être estimée dans de rares cas et uniquement à des fins d'analyse de la santé financière globale de l'entreprise.

Pour savoir si l'entreprise est en santé. En cas de liquidation, quand ça ne va pas bien et qu'on liquide tout, est-ce qu'on reste avec des dettes à payer ou si on est capable de tout régler? Pour la santé financière de l'entreprise (CD10).

Quant aux méthodes d'évaluation basées sur l'exploitation, celles-ci ne seraient pas utilisées par les répondants qui se réfèreraient alors à des experts en évaluation. Ainsi, les prévisions de flux monétaires seraient également utilisées uniquement à des fins d'analyse de la santé financière de l'entreprise et de la rentabilité espérée suite à la réalisation du projet financé.

On se sert surtout des différents états financiers. Puis on ajuste certaines dépenses qui ne se seront peut-être plus nécessairement là quand les gens vont acheter. [...] On fait habituellement des scénarios pessimistes. Si ça passe avec un scénario pessimiste, ça va bien. Souvent, les gens font des scénarios optimistes. Donc le but, c'est de peut-être, au pire, mettre entre les deux. Parce que souvent, les prévisions financières, ça vaut toujours ce que ça vaut. C'est très rare que ça se réalise vraiment, même proche. Ça peut être plus élevé, mais souvent, c'est pas mal moins élevé que ce qui était prévu (CD1).

Finalement, la phase d'évaluation globale du dossier se terminerait par la préparation d'un rapport contenant un sommaire des analyses effectuées et une recommandation

quant au financement demandé, qui devrait éventuellement faire l'objet d'une approbation à l'interne.

Après ça, il faut que je monte un dossier, ce qu'on appelle chez nous un sommaire exécutif. Donc je dois monter un rapport pour les gens à qui je vais présenter, donc le conseil (CD8).

Ainsi, les répondants précisent que les conclusions tirées suite aux analyses effectuées dans la phase précédente serviraient de base à la recommandation de financement, notamment au niveau du taux d'intérêt qui pourrait être exigé.

L'analyse de risque se reflète dans le taux d'intérêt. Et l'évaluation financière fait partie aussi du taux d'intérêt. Donc si on voit que le produit est en hausse, ça a un impact. Si on voit qu'il est stagnant, alors le risque est un petit peu plus grand parce qu'il peut... Quand est-ce qu'il va tomber? Ou si c'est déjà en perte, on risque de ne pas y aller. [L'entrepreneur] est averti qu'il va avoir de la misère à avoir son financement (CD7).

De plus, les répondants affirment que certains critères, autres que ceux contenus dans l'analyse de risque ou l'analyse financière, pourraient faire en sorte qu'un financement ne soit pas octroyé.

L'impact sur la région, ça peut aller même jusqu'à refuser un dossier. C'est plus que l'analyse de risque, du taux, c'est vraiment... On peut prendre une décision de ne pas faire le projet, même si c'est le plus beau projet au monde. Par exemple, un restaurant. On sait qu'il y en a beaucoup des restaurants. Et je ne pense pas qu'on irait, même si c'était le plus beau, le meilleur, le plus fin, ... Il y en a assez et ils ont de la misère à vivre, les restaurants. Donc on n'embarquerait pas (CD1).

Selon les répondants, le capital humain pourrait alors avoir un impact sur la décision d'octroyer ou non le financement (CH3 dans le processus présenté précédemment à la figure 4.2). À cet effet, le potentiel du promoteur pourrait faire en sorte que le projet obtienne une recommandation de financement favorable.

Le promoteur peut influencer dans le fait d'y aller ou de ne pas y aller. Plus ça. Ça va être plus à ce niveau-là. Le fait de dire « on recommande le dossier », plutôt que de dire « on analyse ça froidement et on n'irait pas du tout parce qu'on estime que le risque est trop grand » (CD5).

Quand on sait que c'est *border line*, des fois, c'est la personne qui fait que le projet passe. Quand c'est serré, c'est vrai que le capital humain... Moi, je parle toujours de la personne. Les employés peuvent venir plus tard, quand ça va être en expansion (CD7).

En ce sens, la qualité de l'entrepreneur ou du promoteur du projet serait considéré par les répondants comme étant un facteur décisionnel quant à l'octroi du financement ou, à tout le moins, quant à la poursuite du processus d'évaluation du dossier leur étant présenté.

4.2.1.4 Conclusion du processus

Une fois le dossier finalisé, les répondants précisent qu'ils doivent alors présenter le contenu de leur analyse ainsi que leur recommandation de financement à un organe interne de leur organisation, soit le conseil d'administration ou encore un comité de financement.

Ils [les membres du C.A.] analysent. Le but du projet. Combien d'emplois ça va créer. C'est quoi exactement les coûts et le financement du projet. Donc tu as les coûts d'un bord, tu as le financement de l'autre. Le marché, les fournisseurs, vraiment un plan d'affaires. Et à la fin, on a tous les prévisionnels. Donc on a l'historique, si on peut l'avoir sur trois ans avant, puis on a trois ans de prévisions financières. Pour savoir sa capacité de remboursement, s'il va être capable de rembourser ses prêts (CD4).

Et dans tous les cas, on a un conseil d'administration, ici, de neuf membres. Nous, on recommande le dossier, mais ce sont eux qui ont la décision finale. Donc le dossier est vu, quand même, par beaucoup de monde, pour essayer de s'assurer que tout est respecté (CD2).

Par la suite, lorsque le financement est accordé, les termes et conditions de celui-ci serait présentés au client sous la forme d'une lettre d'offre ou d'intention.

Donc après l'autorisation, c'est l'émission d'une lettre d'offre. Après ça, dépendamment des garanties, on va soit chez le notaire ou on fait les documents sous seing privé (CD3).

En fait, comme il y a souvent des conditions à remplir, on regarde avec le promoteur, à chaque étape, les conditions qu'il remplit. Habituellement, on fait une lettre d'offre. Et puis là, il voit ses conditions et tout ça. S'il accepte, il signe la lettre d'offre (CD5).

De plus, les répondants spécifient que l'octroi du financement pourrait être soumis au respect de certaines conditions préalables, telles que la prise de garanties ou la réalisation d'un suivi financier accru.

Ça pourrait être une analyse plus fréquente des états financiers. Demander des rapports. Ça peut être une présence au conseil d'administration. Ça peut être l'embauche d'une personne ressource qui va justement permettre de combler certaines lacunes que tu as dans l'entreprise avant qu'on débourse le prêt. Ça peut être une condition qu'on débourse progressivement. Ce sont toutes des conditions qu'on pourrait imposer avant de déboursier un prêt (CD6).

On pourrait prendre des garanties. On a cette opportunité-là. On en prend très, très, très rarement. Mais c'est possible. Il y a d'autres mesures d'atténuation du risque, comme des suivis plus serrés, aux trimestres. On peut lier une entreprise avec une entreprise mère, par exemple. Donc si c'est une filiale ou une *start up*, on peut lier les deux. Donc s'il fait faillite, la mère est là pour rembourser. Ça, c'est une autre mesure qu'on utilise. Donc en fonction du risque, on va avoir une mesure un petit peu plus serrée (CD9).

Suite à l'acceptation de l'offre de financement par le client, sous réserve du respect des conditions préalablement imposées, le financement serait finalement versé.

4.2.1.5 *Suivi*

Le processus d'évaluation d'un dossier se terminerait par la phase du suivi. Les répondants stipulent alors qu'ils effectuent un suivi financier, à intervalle régulier, de manière à s'assurer de la rentabilité de l'entreprise, validant par le fait même sa capacité de remboursement du financement octroyé. De plus, les répondants ont également indiqué qu'ils offraient divers services d'accompagnement à leur clientèle, dans le respect de leur mission de développement économique de leur région.

Dans les conditions préalables, on a toujours l'obtention des états financiers trimestriels, avec certaines particularités dans certains cas. Mais avec ça, on les regarde et quand on voit des anomalies, on rencontre les clients. Ça fait partie du processus d'accompagnement (CD3).

En somme, la présentation des différentes phases du processus d'évaluation d'un dossier de financement a permis d'identifier celles au cours desquelles le capital humain est pris en considération. Il importe à présent de préciser la façon dont les diverses composantes du capital humain se reflètent dans l'évaluation des dossiers.

4.2.2 **Évaluation financière du capital humain**

Selon les répondants, le capital humain serait toujours analysé, et ce, dans tous les dossiers de financement. Cependant, cette analyse serait de nature qualitative et devrait ensuite se refléter dans la cote de risque associée au projet. En ce sens, aucune valeur financière ne serait attribuée distinctement pour la qualité de la main d'œuvre œuvrant au sein de l'entreprise.

On n'attribue pas une valeur d'individu à un montant d'argent. Ce qu'on fait, c'est qu'on a une cote de risque global pour les risques de l'entreprise et c'est là qu'on cote l'entrepreneur. À savoir il est quoi : 2, 3, 4, 5; 5 étant le meilleur là-dedans. Mais, l'individu, c'est un ensemble de thèmes qu'on aborde, qui nous permettent de l'évaluer. Et dans une

échelle, on le cote. Pour voir quelle est sa valeur, pour nous, et quelle est sa capacité à réaliser son projet. [...] En bout de piste, tout ce que je te dis sur le promoteur, depuis le début, c'est que oui, il est chiffré dans une cote de risque, mais il n'est pas mis en valeur d'argent. C'est une cote de risque. Donc l'individu, ça lui donne une cote de 0 à 5, qui est un facteur parmi les autres, mais qui a une pondération beaucoup plus grande que les autres. Mais oui, on lui en donne, une valeur. Ça, c'est clair, net et précis. Puis elle est chiffrée, mais pas en argent (CD3).

Je ne suis pas sûr de pouvoir te dire une valeur financière. Par contre, il y a une bonne partie de l'analyse qui est basée là-dessus. [...] Donc oui, le capital humain a une certaine valeur financière, mais c'est plus une valeur qui va entrer dans un *package* global. Je n'ai pas de système de pointage qui me dit : Bon, mes ressources dans l'entreprise équivalent à 9/10 ou à 5/10 (CD6).

Malgré qu'aucune valeur financière ne soit attribuée au capital humain, les répondants affirment connaître certaines des méthodes d'évaluation applicables spécifiquement à cet actif incorporel. Toutefois, ces méthodes d'évaluation ne seraient pas utilisées pour déterminer la valeur du capital humain.

4.2.2.1 Méthodes d'évaluation

Parmi les méthodes d'évaluation basées sur les coûts, les répondants seraient conscients de l'ensemble des coûts associés au remplacement de la main d'œuvre, sans pour autant inclure ces données dans leur analyse puisqu'elles ne seraient pas toujours facilement disponibles. Il en serait de même avec la méthode des coûts évités.

Mais en bout de ligne, les gens savent que lorsqu'ils ont des employés qui ne restent pas longtemps, ça leur coûte cher. Mais eux autres mêmes, en tout cas la plupart, ils ne le chiffrant pas. Ils savent que ça coûte cher et que c'est du niaisage (*sic*), et qu'ils n'aiment pas ça. Mais concrètement, ils ne savent pas vraiment combien ça leur coûte. Donc c'est sûr que nous autres, on ne le sait pas vraiment plus. On le sait que si, justement, l'entreprise change son personnel tous les six mois, alors il y a un problème. Mais en bout de ligne, ce n'est pas nécessairement chiffré (CD1).

Mais je ne suis pas capable de chiffrer. Parce qu'il faut évaluer le coût de remplacement, le coût de formation, ... On n'est pas capable de le chiffrer parce que nos entreprises n'ont pas de données sur ça. Donc pour nous, qui ne sommes pas dans l'entreprise, on ne peut pas chiffrer. On les questionne. [...] Donc je suis conscient, mais on n'est pas capable de le chiffrer (CD8).

Les promoteurs, je pense qu'il y en a qui le font. Surtout dans le manufacturier, il y en a certains qui le calculent. Mais nous, on en parle, mais on ne le quantifie pas. Et pourtant, c'est bien facile à quantifier. Tu demandes au propriétaire et il va te le dire tout de suite, ça prend quatre ans et je perds tant de productivité pendant ce temps-là. Mais on ne le prend pas en considération dans l'analyse (CD7).

Quant aux coûts de formation, les répondants stipulent que ceux-ci seraient pris en considération, mais uniquement à des fins d'ajustements des prévisions financières préparées par le client.

On y va au cas par cas. Quelqu'un qui démarre ou qu'on sait qu'il va procéder à des embauches, c'est sûr que dans les prévisions, on tient compte que ces personnes-là ne vont pas être *up to date* le jour un (CD5).

On le voit dans les états financiers, la formation, mais on ne tient jamais compte dans notre analyse. On regarde beaucoup, si les équipements sont mis à jour. Mais on ne regarde pas la formation. Ça, on ne fait pas d'analyse là-dessus (CD7).

En ce qui concerne la méthode de l'actualisation des estimations de revenus générés, les répondants précisent qu'ils l'utilisent à l'occasion, mais uniquement dans le but d'analyser globalement la santé financière de l'entreprise ou encore pour valider le caractère raisonnable des prévisions financières présentées par le client.

Quand on fait des prévisions, oui. Par exemple, dans le meuble, on sait qu'ils ont tant de représentants et qu'ils devraient vendre tant par année. Donc on sait à peu près combien ça peut rapporter et combien ça peut coûter, les représentants, en pourcentages, en commissions (CD10).

Oui, ça c'est facile à quantifier parce que bien souvent, quand il y a une entreprise qui a plusieurs vendeurs, c'est certain qu'il y a une évaluation du chiffre d'affaires par vendeur. Quand on analyse une expansion, ça fait partie de notre analyse (CD6).

Quant aux méthodes d'évaluation basées sur le marché, seule la méthode des comparables serait parfois appliquée au capital humain. Une fois de plus, les répondants spécifient que les informations obtenues de comparables ne serviraient uniquement qu'à ajuster les prévisions financières pour y présenter un salaire au même niveau que ce qui serait versé sur le marché.

Oui, on tient compte... Parce qu'on a des promoteurs qui sont gourmands [en termes de salaires], et d'autres qui ne sont vraiment pas gourmands. Mais quand on fait les prévisions, on en tient toujours compte (CD5).

Finalement, les modèles théoriques d'évaluation développés spécifiquement pour les actifs incorporels et le capital humain ne seraient pas utilisées par les répondants. Questionnés à propos de la théorie des options réelles, certains répondants ont affirmé connaître la méthode, sans pour autant y avoir recours. « D'après moi, peut-être que les grosses sociétés de capital de risque, peut-être qu'ils font ça, eux autres. Mais pas nous autres » (CD3). En somme, la majorité des répondants ne connaissaient tout simplement pas cette méthode. « Non, non, non. Tu vois elle, je ne la maîtrisais pas. Les autres, je les ai vues. Mais celle-là, non » (CD5). Finalement, aucune autre méthode quantitative d'évaluation ne serait utilisée par les répondants dans l'optique de déterminer la valeur financière du capital humain.

4.2.2.2 *Évaluation qualitative*

Selon les répondants, le capital humain ferait très peu l'objet d'une quantification au cours du processus d'évaluation d'un dossier de financement. Il semblerait donc que

l'analyse de la main d'œuvre serait davantage effectuée en fonction de critères de nature qualitative afin de pouvoir évaluer le niveau de risque y étant rattaché.

On ne peut pas le chiffrer. Malheureusement, ça ne se chiffre pas. On dira ce qu'on voudra, même dans notre grille de risque, on accorde une cote. Mais je vous dirais que c'est la chose la plus fragile, le capital humain. [...] Mais dans le *day-to-day*, est-ce qu'on le valorise? Est-ce qu'on en regarde l'impact? Est-ce qu'on est sensible à notre main d'œuvre? Pas sûr. Pas sûr tant que ça. Parce qu'on a l'impression que c'est une ressource renouvelable sans fin, ce qui n'est pas le cas... pas tout le temps (CD7).

Dès lors, afin de faire l'analyse du capital humain, les répondants affirment avoir eu recours, par le passé, à des tests psychométriques. Cependant, les résultats de ces tests n'étant pas très concluants, les répondants ne les utiliseraient plus à présent.

Dans le passé, on utilisait des tests d'entrepreneurship. Puis étrangement, tous les promoteurs réussissaient le test. Parce qu'il ne faut pas se leurrer, tout le monde savait quoi répondre. Bizarrement, je n'ai rencontré que des gens qui avaient un profil entrepreneur, selon le test. Donc à un moment, on a arrêté de faire le test. On regarde un petit peu sa façon d'être par rapport à son projet. Donc on n'utilise plus cet outil parce qu'il n'était vraiment pas approprié (CD5).

Il existe des tests pour savoir si tu es un bon entrepreneur ou si tu vas devenir un bon entrepreneur. Mais ces tests-là, les gens peuvent marquer ce qu'ils veulent. J'ai eu des cas que tu regardes les résultats, puis tu parles avec la personne, et ce sont deux personnes carrément différentes. Donc depuis ce temps-là, je me fie directement à l'expérience (CD7).

Je trouve que le contact humain t'en apprend beaucoup plus qu'un petit questionnaire. Oui, c'est le *fun* un questionnaire parce que c'est un outil de questions. Mais après ça, je trouve qu'il faut aller plus loin. Parce qu'il y en a qui vont, sans le vouloir, mettre la bonne réponse (CD10).

Les répondants préféreraient donc se fier à leur jugement professionnel ainsi qu'à leurs propres expériences afin d'évaluer la qualité du capital humain et, plus précisément, celle du promoteur qui se présente à eux.

En fait, je vais sur mon bon jugement. Mais tu le vois un dossier qui a de l'allure ou pas. [...] Tu le vois au pif (sic), à rencontrer quelqu'un, si ça a de l'allure ou pas. Son potentiel, tu le vois. Tu poses des questions. [...] C'est par l'expérience, tout simplement. Je n'ai pas de critère me disant dans tel dossier, tu analyses ça. En entrevue, tu vas réorienter. Et à un moment donné, en posant des questions ouvertes, l'entrepreneur s'ouvre beaucoup (CD6).

C'est aussi le sixième sens qui embarque. C'est l'expérience. Et il y a des affaires qu'on n'est pas capable de mettre dans une case et c'est correct. Moi je me dis qu'on ne peut pas tout mettre dans une case. Non, ça ne peut pas tout se *packager* (sic). Non, c'est impossible (CD8).

En somme, les répondants affirment ne réaliser aucune évaluation financière du capital humain. Cependant, de façon plus ou moins exhaustive, ce dernier ferait toujours l'objet d'une analyse de nature qualitative, réalisée en vertu du jugement des répondants acquis par l'entremise de leurs expériences passées en la matière.

4.2.3 Facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain

Malgré le fait que le capital humain ne soit pas évalué financièrement, il appert que certains facteurs directement liés à la main d'œuvre soient tout de même considérés lors de l'analyse d'un dossier de financement.

4.2.3.1 Promoteur (entrepreneur)

Selon les répondants, une grande importance serait accordée au promoteur, ou à l'entrepreneur, qui leur soumet une demande de financement. Au sens large, la qualité de l'équipe de gestion serait également considérée lors de l'évaluation d'un dossier.

Les aspects qu'on regarde, c'est au niveau de l'historique des gestionnaires. Les gestionnaires, leur historique en termes de compétences et d'expérience dans ce domaine-là et ce secteur-là (CD9).

De plus, les répondants mettent particulièrement l'accent sur l'importance du promoteur ou de l'entrepreneur dans le fait de croire ou non au potentiel d'un projet. Considérant également leur mission d'aide au développement économique, la relation établie entre les répondants et les promoteurs serait primordiale, d'autant plus que leur partenariat d'affaires risque de s'étendre sur plusieurs années.

C'est l'entrepreneur. Chez nous, le lien, on le tisse vraiment avec l'entrepreneur. [...] Il faut qu'il y ait aussi un contact. Il faut que l'entrepreneur ait une belle confiance en la personne. Pour qu'il soit capable de me parler de ses problèmes et de me dire : « De ce côté-là, ça ne marche pas. Qu'est-ce que tu en penses? » (CD4).

On est vraiment là pour les accompagner. On est vraiment là pour les aider. Donc il faut établir cette relation-là parce que sinon, ça devient juste de l'argent pour de l'argent. Mais je pense qu'il faut que ça aille plus loin que ça. C'est important (CD11).

Ça prend le temps que ça prend. C'est ma relation de confiance que je développe. Et s'il n'y en a pas, je ne suis plus là. Moi, je ne finance pas quand je n'ai pas confiance. Je dis au client : « Tu vas vivre avec moi. Si tu n'as pas confiance, reste avec ton institution financière. Trouve-toi quelqu'un d'autre. On n'aura pas de *fun* » (CD8).

Ainsi, le lien de confiance unissant les répondants et les promoteurs semble être la pierre d'assise du succès de leur partenariat futur. La confiance serait alors considérée comme un des facteurs décisifs dans l'octroi du financement.

Le promoteur en face de nous, il est toujours important parce que c'est à lui qu'on fait le financement. Donc déjà, si on n'a pas confiance en l'individu en face de nous, c'est sûr que notre étude risque de virer plus à sa défaveur (CD2).

Puis de voir si la personne en face de toi, si tu es capable de lui faire confiance. On va se parler par téléphone quelque fois. On va se rencontrer une fois ou deux. On va aller visiter. Souvent, si ça ne marche pas là, on va déjà le savoir (CD1).

C'est un réflexe. C'est même une deuxième nature pour nous. Parce qu'on sait très bien que notre meilleure garantie, c'est la personne qu'il y a en avant de nous. [...] Ce qu'on commence par dire, c'est : on a confiance en l'individu ou on n'a pas confiance (CD3).

De plus, les répondants précisent que pour être en mesure d'établir ce lien de confiance, le promoteur doit démontrer une ouverture envers les conseils qui pourraient lui être promulgués, non seulement par les répondants, mais également par divers partenaires d'affaires externes.

Je dirais, une grande ouverture d'esprit, une ouverture aux changements, une ouverture aux conseils. On est là à titre de conseils, mais ils n'écoutent pas nos conseils, ils ne les mettent pas en application. Et après ça, ils se retrouvent en faillite ou ils se retrouvent avec de gros problèmes financiers, de gros problèmes de gestion également, problèmes de ressources humaines, ... Donc si ces gens-là démontrent justement une ouverture à avoir des conseils externes dans l'entreprise, à s'ouvrir à d'autres entreprises, pour avoir d'autres gens qui te conseillent à l'extérieur, d'autres entreprises dans un secteur similaire qui peuvent te dire : « Je te donne mes conseils, voici comment ça marche pour être plus gros ». Alors juste ça, si la personne est ouverte, elle va être en mesure de progresser et elle va aller chercher tout ce dont elle a besoin pour être en mesure de performer par après (CD6).

Moi je dis tout le temps que j'aime autant travailler avec quelqu'un qui veut s'améliorer qu'avec quelqu'un qui ne veut pas. Donc à un moment donné, dans le doute, on va s'abstenir (CD8).

En plus de l'ouverture, les répondants soulignent l'importance accordée aux capacités interpersonnelles et relationnelles démontrées par le promoteur. Les répondants réitèrent alors l'importance de l'aspect relationnel, non seulement à l'interne de l'organisation, mais également à l'externe avec les divers partenaires d'affaires. En ce

sens, la qualité de la relation qui s'établit au fil du traitement de la demande entre les promoteurs et les répondants serait perçue par ces derniers comme étant favorable à la réussite du projet financé.

Notre manière d'évaluer ça, c'est plus par le promoteur. Parce qu'on a une relation avec lui et qu'on intervient souvent. C'est plus pour lui qu'on dit : est-ce qu'il a la capacité de motiver son équipe, de bien la gérer, d'avoir une bonne relation, qui va faire en sorte que les employés vont tirer dans la même direction que lui pour que l'entreprise aille mieux? C'est plus ça qu'on fait. [...] Mais ce qu'on va plus évaluer, finalement, c'est la capacité de notre promoteur à bien diriger et guider son équipe de travail pour que l'entreprise aille bien. C'est plus ça qu'on a la capacité de faire. C'est sûr que c'est évalué à chaque fois. De voir si la personne a la capacité de gérer une équipe de travail, ça oui (CD1).

Puis, les répondants soulignent qu'il est également préférable pour le promoteur de détenir les connaissances lui permettant de mener à terme le projet qu'il souhaite entreprendre.

On va regarder c'est quoi sa formation. Au niveau comptable, il se débrouille comment? Est-ce qu'il sait comment ça marche? Est-ce qu'il connaît son marché? Connais-tu ton marché? Connais-tu ta clientèle? Tes fournisseurs, ça va comment? Donc on essaie de travailler avec le promoteur pour voir s'il est à l'aise et s'il connaît son secteur (CD8).

Il en serait de même en ce qui concerne des compétences développées par l'expérience dans l'entrepreneuriat, tant au niveau personnel que familial.

Les gens qui ont déjà eu d'autres entreprises, qui en ont revendu, qui en ont plusieurs, et qui fonctionnent bien... C'est sûr que s'ils veulent en racheter une nouvelle, même si la situation de celle qu'ils veulent racheter est moins évidente, on a confiance que la personne, avec son expérience et son bagage, va être capable de la ramener sur le droit chemin. [...] Les gens, s'ils ont fait faillite, c'est souvent un indicateur. C'est plate (*sic*), mais souvent, quelqu'un qui fait une faillite une fois, les chances qu'il en fasse une deuxième sont quand même assez élevées. Donc c'est sûr que ce sont tous des éléments qui sont considérés (CD1).

Et bien souvent, il y en a que c'est de famille. Ils sont entrepreneurs de pères en fils. Ça, c'est dans leur curriculum vitae. C'est bon aussi. Ça rassure énormément. Ils ont vécu là-dedans. Leurs parents ont déjà été en affaires. Ils ont vu c'était quoi être en affaires. Ces gens-là, c'est facile. Ça coule et ils savent comment ça marche (CD7).

Par ailleurs, les répondants s'intéresseraient également à la situation financière personnelle du promoteur, notamment au niveau des antécédents financiers.

L'autre élément qu'on vérifie, qui est extrêmement important, ce sont les expériences de crédit. Quand c'est une entreprise existante, on le fait aussi sur l'entreprise. Donc on voit comment ils fonctionnent. Ça nous donne une bonne idée, pour savoir à quel genre d'individu on a affaire. C'est majeur. Est-ce que l'argent lui brûle les doigts? Tu vois ça facilement dans une expérience de crédit. Donc on voit son rapport avec l'argent. [...] Bilan personnel, qu'on regarde beaucoup aussi pour évaluer quel genre d'individu on a (CD3).

Et lorsque des lacunes sont décelées chez les promoteurs au niveau de leurs connaissances et de leurs compétences, les répondants affirment accorder une attention particulière à l'entourage du promoteur, ou encore à la capacité de celui-ci de s'entourer de personnes qui lui seraient complémentaires.

C'est important parce qu'un entrepreneur, il ne peut pas être bon partout. S'ils sont accompagnés d'une personne qui va être en mesure de les aider, ils vont réussir quand même. Donc je pense que c'est important de voir, au niveau des ressources humaines, comment ils sont entourés. Et s'ils ne le sont pas, de leur proposer des choses pour qu'ils s'entourent mieux parce qu'ils ne peuvent pas être partout. Ce sont des humains et ils ne peuvent pas être partout. Donc ça, c'est important de pouvoir évaluer ça. [...] Parce que même si tu n'as pas tout le bagage, si tu as des gens à côté de toi et que tu as de bons bras droits, ton entreprise va être une réussite (CD11).

On regarde s'il est capable de travailler avec les gens à côté de lui. Est-ce qu'il est capable de s'entourer? Est-ce que c'est un *one man show*? Est-ce qu'il va écraser tout le monde alentour? Ça, on peut le voir facilement à l'intérieur de son plan d'affaires, quand on arrive dans la structure organisationnelle. Où est-ce qu'il se situe là-dedans? Est-ce

qu'il veut faire toutes les fonctions? On sait qu'il n'y en a pas un qui peut être bon partout. Comment est-ce qu'il entrevoit ça? (CD3)

Tout bon entrepreneur, c'est celui qui est capable de bien s'entourer et de déléguer. Il y en a qui ne délèguent pas. Donc ça, quand ils veulent prendre de l'expansion, malheureusement, ce n'est pas bon. [...] Mais il y en a qui sont faits pour être entrepreneurs et qui savent s'entourer d'une équipe qui les suit. Ce sont des leaders. Il y a des entrepreneurs qui aiment ça être entrepreneurs, mais qui ne sont pas faits pour avoir des employés. Donc ils le font parce qu'ils ne veulent pas travailler pour quelqu'un d'autre. Mais ils ne sont pas capables d'en avoir en-dessous non plus. Donc ça, c'est plus ou moins bon comme gestionnaires. Mais il y a des entrepreneurs qui savent déléguer, ils savent s'entourer, ils savent faire une cohésion dans leur équipe puis que tout le monde soit heureux de travailler avec cet entrepreneur-là. Donc c'est le capital humain (CD4).

Les répondants ont d'ailleurs mis beaucoup d'accent sur le promoteur, ses compétences ainsi que sa capacité à atteindre les objectifs fixés par le nouveau projet devant être réalisé. Tel que mentionné précédemment, la qualité du promoteur serait donc un facteur critique dans l'octroi du financement demandé.

Quand on présente le dossier, on parle de nos entrepreneurs. On dit, le projet n'est peut-être pas si beau que ça, mais l'entrepreneur, il va nous amener là où on aurait espéré que l'entreprise soit. Donc oui, on parle beaucoup de l'entrepreneur lorsqu'on présente notre dossier. [...] Parce que souvent, on a des beaux projets, mais on n'a pas le bon entrepreneur. On essaie de ne pas y aller, ou en tout cas, on les oriente ailleurs. Puis des fois, on a un très bon entrepreneur, mais son projet boîte un peu. Donc on l'oriente pour lui donner le coup de pouce nécessaire pour que le projet soit plus viable, rentable et que ça vaille la peine qu'il continue là-dedans. [...] À savoir, pour nous, c'est plus le *fun* d'avoir un bon entrepreneur avec un mauvais projet qu'un bon projet avec un entrepreneur pourri (CD4).

Ça va vraiment être plus sur le potentiel de l'individu que même sur le projet en tant que tel. Je veux dire, les deux sont considérés, mais on va préférer avoir un meilleur promoteur avec un projet moins bon, qu'un très bon projet avec un mauvais promoteur (CD1).

Un bon projet avec un mauvais entrepreneur, on ne fera jamais ça. Un moins bon secteur avec un excellent promoteur, ça on va le faire (CD3).

De plus, l'âge du promoteur et des principaux dirigeants seraient également considéré comme un facteur de risque non négligeable, surtout lorsque ceux-ci planifient leur retraite sans pour autant avoir planifié leur relève.

Âge des gestionnaires aussi, ça peut être regardé, dans une optique de relève. On peut accompagner aussi là-dedans. Un gestionnaire qui a 65 ans et qui dit : Moi je n'ai personne pour relever. Ce sont des questions qui peuvent être posées en comité d'investissement. Qui va prendre sa relève, si lui il part demain matin? C'est quoi justement le transfert des connaissances, de la gestion, des clients, ... ? Qui va faire la passation des pouvoirs à ce niveau-là? Mais chaque cas est spécifique encore là (CD6).

S'il a 55 ans, 60 ans, alors il faut qu'il ait un plan de relève. Donc ça, c'est important. On va souvent le demander quand la personne commence à être assez âgée, même si elle va peut-être rester 15 ans. Donc c'est important qu'on ait une vision au niveau de la direction. Où est-ce que vous vous en allez? Est-ce qu'il y a un plan stratégique sur plusieurs années? Puis si jamais la personne risquait de partir, il faut qu'il y ait un plan de relève qui soit mis sur pied (CD12).

Finalement, les répondants spécifient qu'un bon promoteur devrait être en mesure de laisser transparaître la passion qui l'anime, en plus d'être capable de transmettre la vision qu'il a pour son projet.

Et surtout l'expérience du promoteur, du grand chef. Le président, c'est lui qui a la vision, c'est lui qui amène son équipe à aller vers de nouveaux sommets et croître. Donc on va beaucoup regarder son expérience à lui et ses compétences (CD9).

On le voit, ceux qui ont la flamme. Théoriquement, on entend souvent parler de ceux qui ont la flamme. Mais personnellement, je peux dire qu'il y en a qui ont la flamme en tabarouette (sic). Il y en a que ça brûle. Tu le vois tout de suite. Tu ne peux pas quantifier ça. C'est impossible. Il faut que tu sois devant la personne pour voir que c'est sûr que ça va marcher (CD7).

Ainsi, en matière de capital humain, plusieurs des éléments analysés par les répondants graviteraient autour du promoteur et/ou de l'équipe de direction, ce qui confirmerait l'importance accrue accordée à ces individus dans l'évaluation des dossiers de financement.

4.2.3.2 *Employé clé*

Dans l'analyse portant sur les ressources humaines, les répondants affirment qu'une attention est portée aux employés clés œuvrant au sein de l'entreprise; le promoteur étant habituellement la première personne clé dans la réalisation du projet financé.

On est plus, nous, dans des garanties morales, parce que complémentaire veut dire : « après tout le monde ». Donc c'est de la garantie morale plus que d'autres choses. Donc il faut jouer sur l'entrepreneur. Il faut jouer sur le promoteur. C'est là que tout se passe (CD8).

Mais effectivement, tu ne peux pas passer à côté de ça parce que la pierre angulaire de tout projet, ce sont les promoteurs (CD3).

Mais dans tous les projets, c'est le promoteur. Que tu sois dans n'importe quel projet, si tu n'as pas le bon promoteur, c'est... Il faut tenir compte de ça (CD7).

Hormis le promoteur, il serait également possible de retrouver d'autres types de postes clés parmi les employés de l'entreprise analysée. Ces personnes clés, selon les répondants, occuperaient alors des fonctions complémentaires à celles du promoteur.

Donc qui sont ses bras droits, bras gauches, et ainsi de suite? Puis après ça, même au niveau des ressources humaines de plancher, parce qu'on le sait que des fois, dans certains secteurs, il y a une expertise pour fabriquer telle ou telle chose. Puis c'est de poser beaucoup de questions, pour savoir, présentement, qui est-ce qui le fait (CD5).

Tout dépendant de ce qui manque au promoteur. Si le promoteur est bon dans les chiffres, alors il va lui falloir un directeur de production qui est super *hot*. Il faut qu'il l'attache. S'il est bon en production, il te faut quelqu'un dans les chiffres. Il faut qu'il l'attache. Tout dépendant de l'entrepreneur, ses faiblesses... Les faiblesses d'un entrepreneur doivent être l'employé-type qu'il doit attacher (CD4).

Faire route tout seul aujourd'hui, c'est quasiment impossible en affaires. Et si tu n'as pas d'employé clé, même qui pourrait être ta relève future, déjà ciblé dans ton entreprise, vas-t-en chercher un. C'est important. Donc oui, je la pose cette question-là. Et quand il n'y en a pas, le dossier boîte en partant. [...] On n'a pas de valeur... Ça irait, encore là, dans les recommandations, dans l'accompagnement (CD10).

Ainsi, les répondants précisent que la présence d'employés clés au sein de l'entreprise, autre que le promoteur, serait favorable à l'octroi du financement demandé, pour autant que le savoir-faire et les connaissances ne reposent pas uniquement sur ces personnes clés. Une telle dépendance créerait alors un facteur de risque devant être adressé par le promoteur avant l'obtention de financement.

Donc l'entreprise repose souvent sur une ou deux personnes, ou un petit groupe d'individus. Puis, des fois, ce n'est pas le propriétaire. Ça, c'est une lacune, à mon avis. Il ne peut pas tout savoir, le propriétaire. Mais quand le propriétaire, il fait développer ses produits par d'autre monde, et qu'il ne maîtrise pas, alors c'est sûr que si son équipe s'en va, lui, il aura des problèmes (CD2).

Donc je vais regarder... Est-ce qu'on a des directeurs? Est-ce qu'on a des employés que si on perd...? Parce qu'on en a fait ça, dans des dossiers, dire qu'on est prêt à financer, mais exiger qu'il fasse un contrat de travail à telle personne qui est ton *kingpin*. Parce que si tu le perds, tu es mort (CD8).

En somme, les répondants porteraient une attention particulière aux employés clés, dont la présence (ou l'absence) pourrait avoir un impact sur la rentabilité actuelle et future de l'entreprise ou du projet devant être financé. Toutefois, bien que d'autres types de postes puissent être considérés comme clés dans l'exploitation d'une entreprise, ce titre serait plus souvent qu'autrement rattaché au promoteur du projet.

4.2.3.3 *Caractéristiques associées à la main d'œuvre*

Parmi les autres caractéristiques analysées pour l'ensemble de la main d'œuvre, les répondants accorderaient une attention particulière à l'âge des employés ainsi qu'au taux de roulement du personnel, ce qui pourrait affecter la performance globale de l'entreprise analysée.

Tu as certains employeurs qui vont devoir apprendre à travailler avec un personnel qui est vieillissant, ce qui est un autre phénomène. Parce que ta performance n'est plus la même. Et tu ne peux plus évaluer ton personnel sur la même base de performance. Donc, il faut que tu l'utilises aussi différemment (CD8).

Si c'est une entreprise qui existe déjà, on va demander un peu le taux de roulement du personnel. S'il n'y a pas de taux de roulement, souvent c'est quand même bien géré (CD12).

Quand ça roule beaucoup, tu te dis : c'est plus risqué là-dedans. Quand tu vois le roulement, ça indique combien de temps ça dure. Quand tu as des employés que ça fait dix, douze ans qu'ils sont là-dedans, qu'il n'y a presque pas de taux de roulement, alors tu te dis que déjà là, en partant, c'est solide. Ça, c'est une évaluation qui est qualitative (CD7).

Pour ce qui est du niveau de formation et d'expérience des employés, les répondants affirment en prendre connaissance globalement pour avoir un portrait complet de l'entreprise.

On veut savoir c'est quel type d'emploi. Qu'est-ce qu'ils ont besoin comme scolarisation? Est-ce qu'ils ont des difficultés, des défis de recrutement? Ça, on veut le savoir. Mais on ne regardera pas les postes. On n'ira pas en profondeur pour voir s'ils ont vraiment les compétences pour faire ça. On pense que oui (CD9).

En ce sens, le recrutement de la main d'œuvre serait alors considéré comme un élément crucial pour la pérennité d'une entreprise. Selon les répondants, l'analyse de la main

d'œuvre serait donc axée sur les problèmes potentiels de recrutement dus à la rareté de certains types d'emploi.

Même chose si tu as une problématique au niveau de ta main d'œuvre du fait que c'est une main d'œuvre qui est hyper spécialisée. Et que cette main d'œuvre-là, justement, il y a une rareté, une pénurie de main d'œuvre dans ce secteur d'activité-là, ce qui peut mettre en doute la viabilité à moyen terme de l'entreprise. Ça peut être un facteur d'analyse qui pourrait mener à une recommandation qui pourrait être non favorable, ou à une recommandation favorable, mais avec certaines conditions qui peuvent être des garanties supplémentaires (CD6).

Ce sur quoi on s'attarde concernant la main d'œuvre, c'est est-ce que tu as besoin d'une main d'œuvre très spécialisée? As-tu des problèmes de recrutement? Quand c'est de la main d'œuvre spécialisée, alors quand tu as des problèmes de main d'œuvre spécialisée, de recrutement, qu'est-ce que tu fais? (CD3).

De plus, considérant la mission des organismes pour lesquels les répondants travaillent, la qualité des emplois et l'impact social de ceux-ci dans leur milieu seraient également analysés.

Et puis, c'est sûr, l'impact social du projet. Donc dans l'impact social, effectivement, il y a au niveau des emplois, la qualité des emplois qui vont être créés ou qui vont être maintenus. Donc ça va être au niveau, par exemples, des salaires payés, des choses comme ça. La population qui va être touchée, aussi, par le projet (CD5).

C'est plus la qualité de l'emploi. Si je prends une entreprise qui viendrait s'implanter ici... Mais ce n'est pas une spécialité parce qu'il y a beaucoup de gens qui ont un secondaire 5. Par contre, ce sont des emplois qui sont à 30 ou 40 \$ de l'heure. Donc ces emplois-là ont un impact économique important pour la région. Donc ça va être considéré positivement, même si ce n'est pas un emploi qui est spécialisé. Tandis qu'au contraire, si tu as une usine qui veut engager des employés et qui va les payer 10 ou 15 \$ de l'heure. L'usine a beau s'implanter, mais c'est moins intéressant d'investir. On devrait le faire quand même, mais c'est un critère qui est pris en compte (CD6).

Toutefois, considérant la taille des entreprises composant habituellement la clientèle de ces répondants, l'analyse des caractéristiques associées à l'ensemble de la main d'œuvre serait réalisée globalement et mettrait l'accent principalement sur la disponibilité et la rétention des employés.

4.2.3.4 *Entreprise*

Au niveau de l'entreprise, les répondants affirment porter une attention particulière au climat de travail ainsi qu'aux relations qui prévalent dans l'entreprise.

Les relations de travail, du fait qu'on va valider s'il y a un syndicat, pour voir la convention collective, quand est-ce qu'elle va être à terme. Voir la qualité des emplois, les relations de travail, voir aussi si l'entreprise est à risque. Si ta convention est sur le bord de venir à échéance, c'est un facteur à analyser. C'est un autre risque que tu peux avoir. Est-ce que tu peux tomber en grève? Peux-tu avoir un lock-out? (CD5)

De plus, les répondants s'intéresseraient à la composition du conseil d'administration de l'entreprise financée, de manière à déterminer la diversité ainsi que la complémentarité des compétences détenues par les membres siégeant sur le conseil et fournissant un support au promoteur.

De voir qu'on touche à différents champs de compétence. Un conseil d'administration qui n'aurait qu'un type de personnes, généralement, ce qu'on va leur conseiller, c'est d'aller chercher peut-être d'autres types d'expertise aussi. Mais de voir un petit peu que les gens viennent de différents univers. Que ce soit un retraité d'une institution financière, ou quelqu'un qui a fait un petit peu de tenue de livres ou de comptabilité dans une entreprise, des choses comme ça. Donc ça peut être différents niveaux, de voir un petit peu des profils axés sur le social, parce que oui, c'est la mission de l'entreprise, mais aussi axés sur la gestion d'entreprise. Donc d'avoir un petit peu ces deux choses-là qui se rencontrent sur le conseil d'administration. Puis c'est sûr, les conseils d'administration où il y a cinq sièges, mais qu'il y en juste trois qui sont occupés présentement, ça, on va le regarder aussi. Le roulement, aussi,

du conseil d'administration. Quand des membres fondateurs sont encore là, ça peut être intéressant (CD5).

Une fois de plus, la taille des entreprises composant la clientèle de ce profil de répondants limiterait l'ampleur de l'analyse effectuée en ce qui a trait aux caractéristiques du capital humain en lien avec l'entreprise évaluée.

4.2.4 Impact du capital humain dans l'évaluation globale

Maintenant que les caractéristiques du capital humain analysées par les répondants ont été identifiées, il importe de déterminer la façon dont celles-ci peuvent avoir un impact sur l'analyse du dossier de financement.

4.2.4.1 Importance accordée au capital humain

Les répondants précisent que leur attention est habituellement portée sur les personnes occupant un poste clé dans l'entreprise, que ce soit le promoteur ou tout autre employé dont la contribution est considérée comme essentielle.

Moi, je dirais tous les types [de postes]. Par exemple, j'ai un entrepreneur qui, au niveau de sa production, c'est de l'agroalimentaire. Il a une employée qui a commencé simple manœuvre, mais aujourd'hui, elle est super importante. Elle connaît les recettes par cœur, elle connaît tout par cœur. Et elle est capable de dire, il me faut tant d'employés, il faut en sortir tant puis ça grossit, ça grossit. Donc cette personne-là est rendue une personne clé. Donc si elle ne rentre pas travailler, il y a du sable dans l'engrenage (CD4).

Cela dit, les répondants stipulent également que les employés occupant des postes journaliers, donc qui ne sont pas des postes clés, ne seraient que très peu analysés.

Je pense que les employés ont beaucoup de valeur. Parce que s'il n'y a pas d'employés qui sont bien performants, le promoteur, il va travailler tout seul et il va faire moins d'argent. Donc je pense que les employés

sont très, très importants. Par contre, est-ce que nous, quand on analyse un dossier de financement, on a la capacité d'évaluer vraiment la valeur des employés? La réponse, malheureusement, c'est non. On sait qu'ils sont importants, mais ce n'est pas chiffré (CD1).

Selon les répondants, le secteur d'activité aurait également un impact dans l'importance accordée à l'analyse du capital humain, notamment dû au fait que dans certains secteurs, la disponibilité de la main d'œuvre pourrait être problématique. « Oui, ça dépend du secteur d'activité. Et encore là, ça rejoint la main d'œuvre spécialisée ou à valeur ajoutée » (CD9). Mais au-delà des problématiques potentielles de disponibilité associée à certains types d'emplois, l'importance accordée à l'ensemble de la main d'œuvre par les répondants serait moindre que celle portée vers le promoteur du projet devant être financé.

4.2.4.2 Considération du capital humain

Tel que discuté à la section 4.2.1 et représenté à la figure 4.2, le capital humain serait pris en considération lors de trois phases du processus d'évaluation d'un dossier. Tout d'abord, la majeure partie des informations liées au capital humain et nécessaires à l'analyse d'une demande de financement seraient obtenues lors de la phase de collecte d'informations. Selon les répondants, les informations ainsi recueillies seraient alors intégrées à l'analyse de risque, ayant ensuite un impact sur le niveau de risque associé au projet devant être financé.

Plus le dossier est risqué, plus le rendement demandé est élevé. Donc c'est sûr qu'effectivement, le capital humain fait partie des critères, de voir si on constate qu'un dossier n'est pas risqué ou s'il est extrêmement risqué (CD1).

Dès lors, le niveau de risque déterminé pourrait avoir des conséquences dans la recommandation qui sera formulée quant à l'octroi du financement et aux conditions dont celui-ci pourrait être assorti.

Ça va apporter une certaine réserve sur ma recommandation. Je vais probablement dire que je recommande, mais qu'à tel endroit, je n'ai pas de pogne (*sic*), je n'ai rien, et il y a une problématique là. Quel sera l'impact? Ça peut arriver aussi, dans le clérical, que je l'écrive dans ma section RH. De dire que je dénote tel problème au niveau du RH, mais que je n'ai pas de pogne (*sic*). Là, ce sera aux gens du conseil, qui prennent la décision, de dire s'ils sont à l'aise avec ou pas (CD8).

Ça pourrait être, des fois, juste de diminuer l'investissement. Quand je parle des conditions, ça peut être des garanties, ça peut être de dire, par exemple, qu'on n'est pas favorable d'aller à 30 % d'investissement dans ce dossier-là considérant que les retombées financières ne sont pas suffisantes pour dire qu'on va investir là-dedans. Donc on diminue l'investissement. [...] La seule chose, pour la valeur monétaire, c'est que si tu as vraiment un gros risque à ce niveau-là, au niveau des ressources humaines, tu peux en contrepartie mettre des conditions supplémentaires et tu peux augmenter ton risque, augmenter ton taux d'intérêt (CD6).

En somme, bien que parfois peu intégré au niveau de l'analyse financière d'un dossier, le capital humain semble représenter un facteur décisif non seulement dans l'octroi de financement, mais également dans la performance organisationnelle et la continuité d'exploitation de l'entreprise analysée.

J'en suis venu à la conclusion, et ce sera toujours la même conclusion, que tous les entrepreneurs que je rencontre, toute la *gang*, quand je leur demande c'est quoi le premier intrant de leur entreprise, ils vont tous me nommer des produits, ou de la technologie. Et quand ils ont fini, je leur dis toujours : mauvaise réponse. C'est beau tout ça, mais si tu n'as pas d'humains, qu'est-ce qui se passe? Et là, tu le vois. Ils viennent de réaliser que pas d'humains, il n'y a rien qui sort. Un ordinateur, je l'ai toujours dit, si tu mets un écran là, tu mets un clavier, tu mets la meilleure machine, s'il n'y a personne en arrière, elle va être à *off* tout le temps. Il ne se passera rien. Que ce soit en services, que ce soit en manufacturier, que ce soit partout. Pas d'humains, il ne se passe rien. Mais ça, les gens l'oublie souvent parce qu'on est dans un monde de consommation. Donc quand tu consommes, tu penses à « biens », tu ne penses pas à « humains ». Mais on consomme l'humain (CD8).

Finalement, les répondants confirment qu'aucune valeur n'est attribuée distinctement au capital humain lors du processus d'évaluation de leurs dossiers. Par conséquent, aucune méthode d'évaluation propre à ce type d'actif incorporel ne serait utilisée. Malgré cela, les répondants affirment porter une attention particulière aux caractéristiques détenues par l'entrepreneur ou le promoteur d'un projet qui se présente à eux, telles que les compétences ainsi que les capacités interpersonnelles et relationnelles. De plus, une part importante de l'analyse d'un dossier reposerait sur le lien de confiance pouvant être établi entre les répondants et ces entrepreneurs.

4.3 CAPITAL INVESTISSEMENT (PROFIL GF)

Les derniers résultats présentés sont ceux obtenus des répondants appartenant au profil GF. Tel qu'il fut présenté à la section 3.3.1.4., les 21 participants appartenant au profil GF travaillent au sein d'une société de capital investissement²⁶. Tous les répondants occupent une fonction de directeur d'investissement, ou un poste semblable, et certains détiennent un ou des titres professionnels (EEE, CPA, CFA). Bien que les entreprises composant la clientèle des répondants du profil GF œuvrent dans tous les secteurs d'activité, plusieurs participants sont spécialisés dans les domaines d'activités innovantes et technologiques. Étant très diversifiée, la clientèle cible de ces répondants va de la très petite entreprise à la grande entreprise, dont le chiffre d'affaires annuel moyen se traduit en dizaines de millions de dollars. Le type de financement offert peut prendre la forme d'équité, de quasi-équité ou de dette, dont les sommes varient habituellement entre 500 000 \$ et 5 millions de dollars.

Les répondants du profil GF affirment que le traitement d'un dossier serait réalisé en fonction d'un processus comportant plusieurs phases précises, allant de la présentation du projet jusqu'au versement du financement et au suivi qui s'ensuit.

²⁶ À titre d'exemples, parmi les sociétés de capital investissement visées par la présente recherche figurent Investissement Québec, Fondation CSN, Fonds de solidarité FTQ, Desjardins Capital, BDC Capital ainsi que la Caisse de dépôt et placement du Québec.

Il y a évidemment toute la documentation fournie par la compagnie sur son projet. Donc il faut définir le projet. Ensuite de ça, on regarde quelle est la structure financière proposée pour le projet. On se fait une tête là-dessus. On essaie de déterminer si la structure financière est appropriée ou s'il devrait y en avoir une autre. On se fait aussi une tête sur le secteur. On se fait une tête sur l'équipe de gestion, sur l'expérience de l'entreprise et on part ça comme ça. Alors une fois qu'on a débroussaillé ces paramètres principaux-là, ensuite de ça on va négocier des termes d'investissement avec l'entreprise, avec les dirigeants de l'entreprise, les actionnaires. Et une fois que c'est convenu, on part pour un processus de vérification diligente sur l'aspect de l'entreprise, les marchés, ses finances, ses ressources humaines, sa capacité opérationnelle, ses fournisseurs, le légal, l'environnemental, la gouvernance, ... Alors on touche toutes ces dimensions-là pour s'assurer que les représentations de base qui ont été faites sont conformes et puis pour identifier aussi les endroits où il pourrait y avoir des risques un peu plus élevés que ce qu'on aurait anticipé au départ et de voir comment on peut atténuer le risque quand on rentre dans le dossier. Alors une fois que ça c'est fait, il faut documenter tout ça. On aura eu des entrevues avec la direction. On aura eu de l'information appropriée bien sûr. Des fois, on fait affaires avec des expertises externes pour valider des points spécifiques selon les différents éléments que j'ai mentionnés tantôt. Tout ça, c'est rassemblé dans un document, qui est ensuite acheminé aux instances décisionnelles, que ce soit un comité d'investissement [...] ou des instances qui dépendent du conseil d'administration [...]. Une fois que cette étape-là est franchie, notre approbation est donnée, formelle, pour faire une offre définitive à l'entreprise et puis procéder à tout ce qui est légal, et plus tard l'investissement. Une fois que l'investissement est fait, dépendant de l'investissement ou du plan d'affaires de l'entreprise, on peut être impliqué de façon assez étroite ou être un petit peu plus distant dépendant de la structure financière et des objectifs de départ qu'on avait avec l'entreprise (GF13).

De plus, bien que le traitement d'un dossier soit régi par un processus clairement défini, l'analyse effectuée par les répondants du profil GF relèverait grandement du jugement et de l'expérience acquise dans le domaine du capital investissement.

Parce que c'est bien plus un profil d'homme d'affaires qu'un profil de banquier mathématicien. C'est beaucoup de flair, beaucoup d'instinct, beaucoup d'expérience, et très peu de règles établies. Parce que si tu mets trop de règles, tu ne feras rien. Il y a toujours une case qui ne

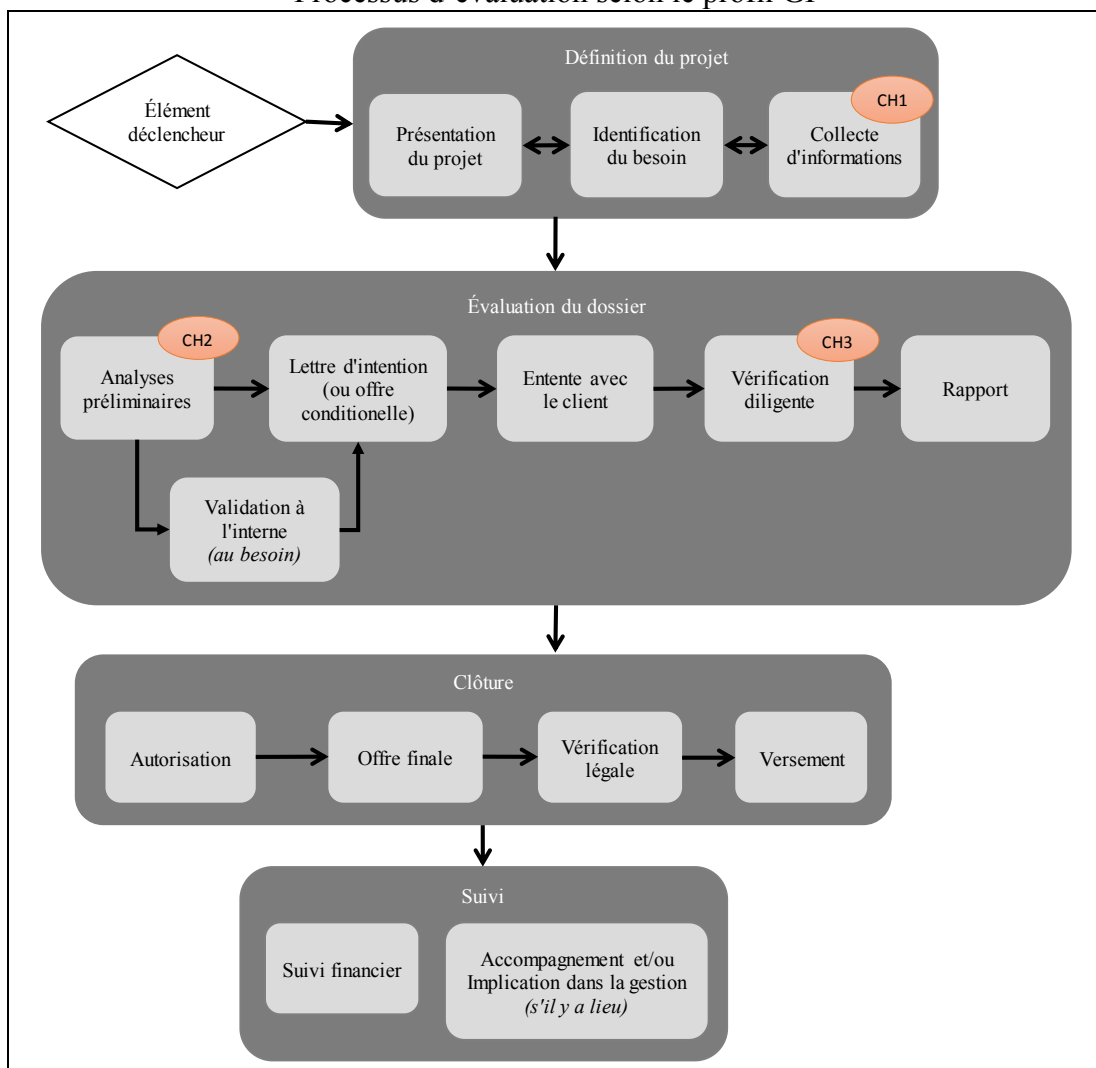
fitera (sic) pas quelque part. Donc il faut que tu gardes ta flexibilité et que tu dises : est-ce que ça a de l'allure? Est-ce que je vais faire un bon *deal*? Est-ce que je vais faire de l'argent? Est-ce que je vais faire du rendement? Oui? Je vais trouver une façon de le faire (GF4).

Dès lors, en vertu de l'ensemble des informations recueillies auprès des répondants de ce profil, il semble que le processus d'évaluation et les différentes phases qui le composent soient suivis dans tous les dossiers. Toutefois, la réalisation des phases du processus semble pouvoir varier en fonction de l'expérience et du jugement du répondant, notamment au niveau de l'analyse réalisée de l'ensemble des caractéristiques entourant le projet devant être financé.

4.3.1 Processus d'évaluation

Selon les répondants du profil GF, le processus d'évaluation débiterait par un élément déclencheur, menant ensuite aux différentes phases visant la définition du projet, l'évaluation du dossier, la clôture de celui-ci puis finalement le suivi de l'investissement effectué. Ces différentes phases sont présentées à la figure 4.3 de la page suivante, puis détaillées par la suite en étapes précises. De plus, l'incidence du capital humain dans le processus d'évaluation d'entreprise est représentée, dans le modèle, à l'aide de cercles rouges contenant l'abréviation CH (pour capital humain).

Figure 4.3
Processus d'évaluation selon le profil GF



4.3.1.1 Élément déclencheur

Comme pour les autres profils, le processus d'évaluation débiterait par l'arrivée d'un événement donnant naissance à un besoin en capital financier.

En gros, on a trois grands champs d'activités : l'expansion, l'acquisition et le transfert d'entreprise. Dans tous ces cas-là, on fait une étude de l'entreprise. Et s'il y a de l'équité, sur une participation, là on a aussi une évaluation de l'entreprise (GF3).

Cet élément déclencheur, à la base d'une prise de contact avec un professionnel du capital investissement, s'inscrirait donc dans une optique de financement octroyé en vue de la réalisation d'un projet par une entreprise et/ou par un entrepreneur.

On est une demi-douzaine de personnes dont l'unique activité est de sourcer (sic), donc de créer un *deal flow* d'entreprises qui ont besoin d'investissements en capital, en équité ou en quasi-équité, pour des financements de type croissance externe, donc acquisition d'entreprises, implantation dans un pays étranger, agrandissement d'une usine, ou quel que soit leur projet. Mais qui ne peut pas être financé uniquement par du financement bancaire traditionnel, mais qui nécessite que l'entreprise augmente ses fonds propres et fasse rentrer un partenaire financier au capital (GF14).

En ce sens, les répondants affirment qu'une particularité importante est rattachée au type de financement offert par leur organisation puisque celui-ci serait presque toujours octroyé sans aucune prise de garantie. De ce fait, il semble donc qu'il existe un intérêt à partager le risque lié au financement de certains types de projets entre plusieurs acteurs du domaine, qui pourraient alors agir en complémentarité.

Moi je commence à travailler quand le financement régulier dit : nous autres, on arrête là. Et souvent, ils vont arrêter pour des considérations diverses. [...] Oui, ça peut arriver que nous sommes seuls, qu'il n'y a pas d'autres joueurs. Mais en général, il y a différents joueurs dans une transaction. Évidemment, on va vouloir partager le bout capital de risque, capital de développement, si les montants sont substantiels. [...] Moi, je caricature toujours. C'est plus facile... tu as pas mal moins de crainte dans une ruelle noire quand tu es deux et que tu te tiens la main que quand tu es tout seul (GF4).

Que les répondants interviennent seuls ou en complémentarité avec un autre acteur du domaine du capital investissement, il importerait d'abord de bien définir le projet devant être financé.

4.3.1.2 Définition du projet

Une fois le processus enclenché, les répondants précisent que le projet doit être adéquatement défini, ce qui serait possible grâce aux rencontres tenues avec l'équipe de direction et/ou le promoteur, permettant alors la présentation du projet ainsi que l'identification du besoin réel de financement.

Rencontre avec le client pour discuter un peu de son entreprise, sa vision, on va parler de son projet, quels sont ses besoins. Il y a des fois, c'est clair, il y a un montant X qu'il recherche. Pour un autre, il y a un projet. Il veut le financer. On va travailler avec lui pour lui suggérer une structure de financement pour son projet. Ça, c'est au départ (GF8).

C'est un aller-retour de questions, de demandes d'informations et d'interactions avec le porteur ou les porteurs de projet, rencontres avec l'équipe de management, ... C'est une période très importante parce que là, c'est un dialogue qui s'établit. Et on *challenge*. C'est à ce stade-là qu'on *challenge* énormément l'entrepreneur sur qui il est, d'où il vient, pourquoi il fait ça, où est-ce qu'il s'en va, c'est quoi sa motivation, pourquoi tel projet, pourquoi dans tel pays, pourquoi telle acquisition, comment il pense la gérer, etc. (GF14).

Tout au long de la phase visant la définition du projet, plusieurs informations seraient également collectées. Ces informations permettraient alors aux répondants de se positionner de façon préliminaire sur la faisabilité du projet ainsi que sur leur intérêt à participer au financement de celui-ci.

Ce qu'on fait, c'est qu'on demande toujours des informations préliminaires pour commencer. Donc il y a toujours une rencontre avec la direction. Si on est en situation de compétition, tout le monde va se faire donner de l'information en même temps. Donc on va avoir, en général, un document. S'il y a un intermédiaire, on reçoit ce qu'on appelle un memorandum d'investissement, qui va détailler l'entreprise, ses résultats, qui va nous donner ses états financiers (GF9).

Donc avec ces documents-là, on a une bonne base pour commencer le travail d'évaluation, pour être capable de se faire une idée sur un intervalle de valeurs qui seraient acceptables pour nous. Et là, c'est très

préliminaire, en allant discuter avec l'entreprise pour voir si leurs attentes à eux correspondent un peu aux nôtres, à ce qu'on pense leur offrir. Et à ce moment-là, il y a parfois des dossiers qui sont déclinés dès cette étape-là parce que la direction est d'avis que l'entreprise vaut beaucoup plus cher que ça. Donc on décide de ne pas poursuivre nos discussions parce qu'on est trop loin dès le départ (GF16).

Lors de l'étape visant la collecte d'informations, les répondants précisent qu'il est également possible de se rendre dans l'entreprise afin de visiter les installations. Cette visite permettrait alors d'acquérir des informations sur l'état physique des lieux, mais également sur le climat de travail en général.

Moi j'aime toujours visiter. Quand j'ai un appel ou un projet que je peux aller voir, avant même de demander, d'envoyer une liste par courriel ou quoi que ce soit, j'aime ça aller les rencontrer. Donc je fais la visite, je discute avec les gens et ça me permet de voir aussi qui est alentour de la table. Et puis là, vraiment, si je trouve tout ça intéressant et que j'ai un très bon *feeling*, c'est sûr qu'on demande plus en détails tout ce qu'il faut comme... C'est quoi votre marché, votre compétition, etc.? Et toutes ces choses-là (GF12).

Selon les répondants, la collecte d'informations permettrait également d'en connaître davantage sur le capital humain œuvrant au sein de l'entreprise dans laquelle ils s'appêtent à investir (CH1 dans le processus présenté précédemment à la figure 4.3). Notamment par le biais des échanges et des rencontres tenus avec le promoteur et/ou l'équipe de direction présentant le projet à financer, les répondants affirment que plusieurs caractéristiques liées au capital humain seraient déjà prises en considération, principalement au niveau de l'équipe de gestionnaires.

Oui, si on a l'information, c'est un plus. Si la réputation est bonne, si le dirigeant est connu et qu'il a une bonne réputation, c'est sûr que ça influence, dans l'évaluation de la capacité de gestion. Mais il reste que ça demeure une analyse financière à la base. Bonne structure financière et capacité. À partir du moment où on est à l'aise avec le management... parce que souvent, c'est le premier critère qui fait tomber une entreprise. Tu as beau avoir un beau produit, si tes gestionnaires, ça ne vaut pas grand-chose, c'est un risque important (GF8).

Dès lors, tel qu'il sera précisé dans la section suivante, l'analyse des caractéristiques de l'équipe de direction et du capital humain pourrait avoir un impact considérable dans la prise de décision des répondants quant à l'octroi du financement, pouvant même aller jusqu'à entraîner la fin du processus d'évaluation du dossier.

4.3.1.3 *Évaluation du dossier*

Selon les répondants, la phase suivante du processus serait celle visant l'évaluation globale du dossier contenant les informations collectées à l'égard du projet devant être financé. Cette évaluation débiterait habituellement par plusieurs types d'analyses préliminaires pouvant être réalisées par les répondants, allant de l'analyse financière jusqu'à la valorisation de l'entreprise, en passant par l'identification des facteurs de risque et l'évaluation de la force de l'équipe en place.

Tous nos financements sont sur mesure, en fonction de l'entreprise, du projet, sa rentabilité, sa structure financière, ses prévisions financières, le goût du promoteur pour un partage de capital ou pas de partage de capital, et ainsi de suite. Donc tous ces éléments-là sont pris en compte dans une analyse préliminaire, où on se positionne à savoir si on va de l'avant ou on ne va pas de l'avant (GF3).

Mais dans ces situations-là, ça va être au niveau de la capacité, des facteurs qualitatifs, dans le fond... du marché, de la position de l'entreprise, son historique, sa croissance, son équipe de direction, pour venir supporter le fait qu'on est prêt à embarquer dans une situation où on a un levier financier plus important (GF9).

L'analyse du dossier. Donc certainement, on va analyser le marché comme tel. Donc on va regarder dans quel marché l'entreprise évolue. Évidemment, l'industrie, mais ça, c'est un petit plus large. On va regarder les différents marchés qui sont pertinents. On va regarder l'environnement concurrentiel. On va regarder les barrières à l'entrée de chacun des différents modèles d'affaires puis du marché en particulier. Donc c'est une approche qui est plus *top-down*, généralement qu'on emploie. Ensuite, on va analyser vraiment les avantages concurrentiels de l'entreprise en particulier. Puis on va analyser, finalement, la situation financière de l'entreprise, jusqu'à faire

des projections et établir un rendement espéré. Et puis finalement, on va prendre une décision (GF18).

Ces analyses permettraient donc d'élaborer la structure optimale pour le projet ainsi que pour son financement, en fonction de la rentabilité espérée et de la capacité de l'entreprise à générer des fonds. De plus, plusieurs répondants ont précisé que leurs analyses prennent également en considération la capacité du projet devant être financé à créer ou maintenir des emplois de qualité au Québec, favorisant alors le développement économique de celui-ci.

Oui, on veut créer des emplois, mais il faut que ce soit des emplois de qualité. Puis ce qu'on dit aux gens, effectivement, une job de qualité, ça ne se traduit pas par trente piastres de l'heure avec un régime de retraite classé... C'est vraiment de comparer à ce qui se passe dans l'industrie. Et est-ce qu'il est au moins comparable à l'industrie? C'est ça, nous, un emploi de qualité. [...] C'est que nous, on se spécialise dans le capital de développement. Et une des grosses différences entre le capital de développement et le capital de risque, c'est la notion de retombées socio-économiques (GF10).

Ainsi, selon les répondants, les informations obtenues en lien avec la demande de financement d'un projet seraient analysées, de manière à déterminer le niveau de risque associé audit projet. La cote de risque pourrait alors avoir un impact sur la poursuite du processus d'évaluation du dossier, notamment au niveau de la structure de financement proposée par les répondants. À titre d'exemple, l'analyse de risque pourrait jouer un rôle important dans la détermination des conditions de tarification dans le cas d'un financement par dette.

Mais c'est toujours une question d'analyse. Et c'est toujours une question de risque. Parce qu'il faut toujours comprendre que notre job, comme directeur de portefeuille, c'est d'analyser le risque et de dire à la banque, à mon département de crédit, voici, je juge que le risque est d'à peu près de tant. Voici les éléments que j'ai vus. Voici les éléments atténuants. [...] En fait, on va avoir un ensemble de critères où est-ce qu'on va avoir, par exemple, performance financière. On va avoir management. On va avoir production interne. Puis tous les facteurs de

risque externe. Tout ça va arriver et on va mettre des cotes de risque à chacun de ces éléments-là. Et ça arrive à la fin et ça donne une cote de risque global. Et cette cote de risque global-là va déterminer notre tarification et aussi nos garanties (GF11).

Dans tous les cas, on utilise un logiciel qui génère une cote de risque en fonction, naturellement, d'aspects financiers. Mais aussi en fonction d'aspects qualitatifs sur les capacités budgétaires de l'entreprise, le type d'états financiers qui sont préparés, est-ce que ce sont des états financiers seulement internes, des missions d'examen, des résultats audités, la cote de risque Equifax des dirigeants, est-ce qu'il y a de la relève dans l'entreprise, ... Et il y a du qualitatif là-dedans. On a différents choix, comme « c'est pas tout-à-fait idéal », « c'est adéquat », ou « c'est supérieur ». Alors tout ça va venir donner une cote de risque. Cette cote de risque-là, dans les dossiers de dette, vient avoir un impact sur la tarification (GF9).

À cet égard, bien qu'une cote de risque soit attribuée au projet en fonction des caractéristiques rattachées à celui-ci, les répondants précisent toutefois que cette cote serait le résultat d'une analyse mathématique ne pouvant aucunement se substituer au jugement du professionnel procédant à l'évaluation du dossier. Ainsi, une cote de risque élevée ne mènerait pas nécessairement au rejet de la demande de financement, tout comme une cote de risque faible ne résulterait pas automatiquement en son approbation.

Sa cote de risque, sa cote de crédit... Elle tient compte d'un paquet de facteurs. Au bout de la ligne, il faut que tu en changes pas mal, de qualitatif, pour réussir à influencer la cote. Ça, c'est la mathématique. La mathématique, elle te donne une tarification visée. Ça ne veut pas dire que c'est celle que je vais négocier. Ce que je vais négocier va être en fonction de c'est quoi la compétition que j'ai? C'est quoi ma perception du risque? Des fois, ma perception du risque est différente de ce que le système me dit. Donc le système ne tiendra pas compte, pas de façon aussi importante que moi, de la dépendance envers un fournisseur ou un client. Pour moi, ça c'est un risque d'échec important. Le système ne tiendra pas compte du fait que c'est un transfert d'entreprise. Et que les gens, ce sont des gens externes versus des gens internes. [...] Mais ça, tout ça, c'est du qualitatif. C'est mathématique et je ne suis pas capable de te dire que ça compte pour cinq, dix (GF4).

La réputation, la qualité de l'entreprise, le fait qu'elle soit reconnue comme un leader sur son marché, etc., pour moi, c'est l'élément qui fait qu'on s'intéresse au dossier. Le différentiateur, il est là. Est-ce que ça veut dire qu'on va payer plus cher qu'un autre? C'est très relatif. Mais ça veut dire... S'il y a 10 entreprises dans le même secteur... Dans le métier de l'investissement, on regarde 10 dossiers et on en fait un. Donc le fait d'être ce un-là, c'est parce que c'est le dessus du panier. C'est parce que c'est l'entreprise qui a la meilleure réputation et qui a donc, a priori, le meilleur potentiel de croissance. Donc celui-là, j'ai envie d'investir (G14).

C'est d'ailleurs lors de la phase d'analyses préliminaires que les caractéristiques liées au capital humain, et plus précisément celles liées au promoteur et/ou à l'équipe de direction, seraient prises en considération par les répondants (CH2 dans le processus présenté précédemment à la figure 4.3). D'un point de vue quantitatif, les répondants précisent toutefois que malgré l'importance accordée au capital humain, et plus particulièrement à l'équipe de direction, ces éléments auraient peu d'impact quantitatif sur la détermination de la cote de risque ainsi que sur la modélisation financière liée au projet devant être financé.

On a des systèmes de modélisation qui... je pense qu'il y a 10 % de la cote finale qui est accordée à des aspects qualitatifs. Dans les aspects qualitatifs, on dit est-ce qu'on a une équipe de management qui est solide, moyenne, en bas de la moyenne? Je n'ai pas des gros *ranges*. [...] Pour les critères reliés strictement à l'entrepreneur, j'ai le choix entre ben bon, moyen ou pas pire. Donc même si je prends tous les critères d'entrepreneuriat et que je les bouste (sic), que je dis qu'ils marchent sur les eaux ces gens-là, l'impact que ça va avoir par rapport à des ratios de liquidités opérationnelles, des taux d'endettement, des couvertures de charges fixes, ... c'est extrêmement minime (GF7).

Cela dit, tous les répondants précisent que l'impact réel du capital humain à l'étape des analyses préliminaires, et même tout au long du processus, réside dans la prise de décision quant au fait d'accorder, ou non, le financement. Le capital humain, principalement au niveau de l'équipe de direction, jouerait donc un rôle déterminant dans l'octroi du financement demandé, tel que souligné dans les extraits suivants.

On peut avoir tout analysé et avoir un certain confort face à l'analyse, il y a un moment, à mon avis, où l'investisseur doit se poser la question : Au-delà de tout ça, est-ce qu'on y va ou est-ce qu'on n'y va pas? Et ça, ce n'est pas une analyse, c'est une introspection, d'une certaine manière, et c'est là que le capital humain rentre en ligne de cause. C'est-à-dire que c'est une impression générale qu'a l'investisseur du confort qu'il a vis-à-vis de l'analyse qui a été faite, du discours qui lui a été tenu, la manière dont ce discours a été tenu. Est-ce que ce discours se trouve validé par ces analyses justement? Est-ce qu'il y a une cohérence dans le discours qui est donné? Et est-ce que globalement, son impression générale est correcte, est bonne, est positive ou pas? Et il est arrivé, au bout d'une analyse très complexe, d'en être satisfait et de ne pas aller de l'avant avec le dossier, par inconfort, par mauvais sentiments, par insécurité parfois inexplicable vis-à-vis de l'entrepreneur ou des porteurs de projet, ou peut-être d'un secteur particulier et de ses évolutions qui sont encore très difficiles à cerner. Alors que les chiffres et l'analyse concrète montrent que tout est positif. [...] Et il est arrivé qu'on s'étire un petit peu, parce que l'entreprise est plus belle que les autres, a plus de potentiel. On aime le gestionnaire. Il a une grande expérience. Il est en train de faire une acquisition qu'on veut financer et on sait qu'il est capable d'en faire d'autres parce qu'il l'a fait dans d'autres entreprises. Donc la qualité du *manager*, belle entreprise, bien gérée, sur un secteur de niche, très porteur, ... Tout ça se confond et à un moment, on se dit que s'il y a bien un dossier sur lequel on va être prêt à faire un effort, c'est celui-là. Donc on va aller un petit peu plus loin sur notre évaluation (GF14).

Premièrement, si on n'est pas à l'aise avec la direction dès le départ, le dossier, on le laisse tomber. Donc l'évaluation financière des ressources humaines a un rôle prépondérant dès le départ, avec un *go, no go*. Si on n'est pas à l'aise, ou s'il y a des considérations d'image, de risque social, ou d'historique avec la direction, le dossier est décliné immédiatement. S'il passe cette étape-là, de mon côté, lors de ma modélisation financière, je tiens compte du critère des personnes en place dans mon évaluation. Ce n'est pas une évaluation que je peux quantifier de façon précise, mais je le retrouve dans plusieurs de mes critères. [...] Est-ce que je crois que cette personne-là a les qualités, les compétences, la vision pour vraiment croître plus que ce que je pense que l'industrie peut faire? C'est beaucoup un jugement sur les principaux dirigeants. [...] Donc il faut que je m'assure que dans ce secteur-là, j'ai pris « le » bon joueur (GF1).

Ainsi, il semble que les caractéristiques liées au capital humain, notamment celles de l'entrepreneur ou de l'équipe de direction, soient considérées par les répondants comme des facteurs de risque pouvant influencer les conclusions découlant des analyses réalisées.

De plus, les répondants précisent que l'étape des analyses préliminaires peut également comprendre la détermination de la valeur totale d'une entreprise. En effet, la valorisation de l'entreprise serait même essentielle lorsque le financement octroyé prend la forme d'un investissement en équité, de manière à déterminer la valeur réelle de l'investissement ainsi effectué.

On fait une évaluation de l'entreprise, ou une analyse de l'entreprise. Mais on ne fait pas nécessairement une évaluation de l'entreprise dans tous ces cas-là. On va faire une évaluation proprement dite, à savoir combien vaut l'entreprise, combien vaut son capital, dans le cas où on va rentrer en capital dans l'entreprise. Si on vient prendre une participation, évidemment, ça déclenche un processus qui est défini, où ça nous prend une évaluation de l'entreprise avant qu'on investisse. Dans tous les autres cas, où on investit sous forme de dette, cette étape-là n'est pas nécessaire parce qu'on ne prendra pas de participation. Donc on n'a pas à s'entendre sur la valeur de capital avec le propriétaire ou avec le vendeur de l'entreprise (GF3).

Parce que si on est seulement en prêt, dans le fond, ce qu'on veut savoir, c'est une analyse de capacité de remboursement, puis comment on est à l'aise avec la capacité de remboursement. Comment nos projections sont robustes pour que la créance soit remboursée. Souvent, si on est en capital-actions, là il va y avoir un volet de détermination de la valeur de l'entreprise (GF5).

Pour ce faire, les répondants précisent avoir recours aux méthodes traditionnelles d'évaluation, principalement celles basées sur l'exploitation ainsi que sur le marché, dépendamment des informations disponibles. Certaines méthodes seraient également considérées comme principales, alors que d'autres seraient plutôt utilisées à titre de validation de la valeur déterminée par ladite méthode principale.

Méthodes d'évaluation traditionnelles : *Discounted cash flows*, multiples comparables, et transactions comparables. Ce sont les trois principales méthodes qu'on utilise. Très rarement, *book value* et des choses comme ça. Ça peut arriver, mais c'est en général plus pour se conforter dans un sens ou dans l'autre (GF14).

Selon les répondants, parmi les méthodes d'évaluation basées sur l'exploitation, la méthode de la capitalisation des bénéfices seraient une des méthodes les plus utilisées en contexte de capital investissement, surtout lorsqu'aucun changement majeur n'est prévu dans l'exploitation et, par conséquent, dans les résultats dégagés de celle-ci. En ce sens, lorsque des modifications sont à prévoir au niveau de la rentabilité générée par l'entreprise évaluée, les répondants précisent alors avoir recours à la méthode de l'actualisation des flux monétaires.

Celles qui ressortent le plus, selon moi, c'est vraiment la capitalisation des bénéfices. Et actualisation aussi des *cash flow*. Mais des fois, on va faire les deux, pour la corroboration. Mais c'est souvent la capitalisation des bénéfices qui est la plus facile. Et je trouve aussi que c'est vraiment les résultats de l'exploitation, c'est vraiment les résultats d'opération (GF12).

Plus souvent la capitalisation, parce que l'actualisation, c'est un peu arbitraire. On va l'utiliser dans certains dossiers qui commandent une actualisation parce qu'il y a un événement marquant. Ou il va y avoir le lancement d'un nouveau produit ou quelque chose comme ça. Ou quelque chose qui fait en sorte que l'historique n'est pas *reliable*, si on veut, parce qu'il y a d'autres choses qui s'en viennent (GF3).

L'actualisation va être utilisée lorsqu'il y a une variation importante qui est prévue dans les flux monétaires au cours des prochaines années. Donc dans tout ce qui est nouvelle économie, c'est clair que c'est toujours des actualisations parce qu'il y a souvent une croissance très, très importante des revenus qui est prévue. Mais dans des entreprises plus traditionnelles, qui opèrent depuis des années, on est capable, à la lumière des résultats historiques, d'estimer ce que serait son bénéfice caractéristique dans l'avenir parce qu'on n'a pas de raison de penser que les flux monétaires vont croître ou décroître de façon significative au cours des prochaines années. Donc à ce moment-là, on travaille

plutôt sur une base de bénéfices ou de flux monétaires caractéristiques établis à partir de l'historique (GF16).

Quant aux méthodes d'évaluation basées sur le marché, les répondants affirment avoir recours aux informations comparables pour déterminer la valeur globale d'une entreprise. Lorsque disponibles, les comparables utilisés porteraient alors sur des références et des multiples sectorielles, ainsi que sur des transactions ayant eu lieu récemment sur le marché.

Dans notre cas à nous, on ne fait pas de *early-stage*. On n'investit pas dans des *start-up* ou des choses comme ça, ce qui veut dire qu'on travaille sur des *business* matures, sur des entreprises bien identifiées, bien installées dans leur marché, qui sont très facilement comparables à d'autres, ou relativement facilement comparables à d'autres. Et donc, la méthode préférentielle est souvent celle des multiples comparables parce qu'on arrive relativement bien à identifier une *short list* de comparables boursiers. Et donc avoir l'évaluation du marché sur des entreprises comparables, peut-être pas en taille, mais en *business*, c'est à notre sens ce qui est le plus proche de notre réalité (GF14).

Les comparables sont toujours regardés avec, naturellement, des escomptes donnés pour plus petite entreprise, entreprise privée versus publique, etc. Donc c'est toujours regardé. On a accès à toutes sortes de bases de données de multiples par secteurs, de transactions par secteurs, ... (GF9).

Dès lors, les répondants spécifient qu'il s'avère difficile, voire impossible, de trouver des informations comparables en tout point à l'entreprise évaluée, ce qui les obligerait à ajuster ces informations à la réalité de cette dernière, notamment par l'entremise de primes et/ou de décotes. Cependant, de tels ajustements portés aux comparables utilisés dans l'établissement de la valeur d'une entreprise ne doivent pas être trop nombreux, aux dires des répondants, puisque les informations ajustées risqueraient alors de biaiser l'évaluation, faute de comparabilité.

Mais il va toujours y avoir une évaluation. Puis oui, elle va toujours être basée sur des comparables. Mais des comparables, dans les PME, il n'y

en a pas une tonne. Donc souvent, on va partir de comparables boursiers, en disant qu'on va prendre des réserves. Si on prend le comparable boursier qui s'est vendu à 12 fois le BAIIA, puis on prend un escompte de 35 %, puis on coupe là, puis on coupe ici... Donc plus tu fais ce genre d'ajustements-là, plus tu as de chances de te tromper (GF4).

Je ne dirais pas que c'est dans tous les dossiers. Non. Parce que, à un moment donné, il faut que tu en aies des comparables. Puis à un moment donné, si tu étires trop la sauce au niveau des comparables, ce n'est plus vrai que ce sont des comparables. Donc c'est utilisé, mais pas dans tous les dossiers (GF5).

Les répondants stipulent ensuite qu'il est plutôt rare, dans leur pratique, d'avoir recours aux méthodes d'évaluation basées sur les actifs puisque leur décision de financement ou d'investissement repose habituellement sur la valeur générée par l'exploitation d'une entreprise ou par la réalisation d'un projet. Selon les répondants, l'évaluation d'entreprises exploitée dans certains secteurs spécifiques nécessiteraient tout de même la détermination de la valeur des actifs. Dans ces cas précis, la valorisation de l'entreprise serait alors fonction de la valeur comptable ajustée de l'actif net de cette dernière.

C'est très rare. Cette méthode-là est reconnue comme étant une bonne méthode pour certains secteurs d'activité bien précis, comme dans le domaine de la finance, les compagnies d'assurance, ou des compagnies de gestion financière. C'est souvent un indicateur de valeur qui peut être pertinent, donc oui. [...] Quand on parle aussi des entreprises qui ont des besoins en immobilisations très élevés, on se rend compte que souvent, la valeur aux livres peut être un bon indicateur du prix plancher pour cette entreprise-là (GF16).

La valeur aux livres, la valeur comptable ajustée, ce sont des méthodes qui se ressemblent, mais qu'on utiliserait plus dans une approche défensive, pour dire qu'une entreprise ne vaut plus ce qu'elle valait sur la base des flux (GF3).

Considérant le fait que les répondants du profil GF exercent leur profession dans le domaine du capital investissement, ceux-ci précisent que la détermination de la valeur de liquidation des actifs d'une entreprise ne leur est pas utile.

Nous autres, on ne parle pas de ça. Et ça ne fait pas partie de notre langage. Donc quand on présente un dossier, quand tu es en non garanti, il ne t'en reste plus à la fin s'il fait faillite (GF2).

Finalement, les répondants affirment procéder à l'établissement d'une fourchette de valeurs, en ayant recours à plus d'une méthode d'évaluation ou tout simplement en faisant varier les hypothèses servant de bases à une même méthode.

On donne une fourchette de valeurs, effectivement. Minimum, maximum. Et on dit qu'on peut jouer là-dedans. Encore une fois, quand il y a de la compétition sur un dossier, souvent on n'a pas le choix d'aller au haut de la fourchette (GF12).

Mais on a toujours une fourchette, dans le taux d'intérêt ou dans la valeur. Et si on pense qu'on a une très bonne équipe de direction, qui est en place depuis longtemps, qui a livré des résultats et tout ça, on va être beaucoup plus portés à aller vers le bas de la fourchette et à être agressifs pour avoir la transaction, par rapport à la compétition (GF3).

Il semble alors que le capital humain, plus particulièrement au niveau de l'équipe de direction, puisse avoir un impact sur le montant du financement et/ou sur les termes de celui-ci. Sans attribuer une valeur financière distincte au capital humain, les répondants affirment toutefois que la qualité des gestionnaires pourrait influencer leur décision de tendre vers le haut de la fourchette lors de la détermination de la valeur de l'entreprise ou du projet faisant l'objet de la demande de financement.

Une fois les analyses préliminaires complétées, les répondants mentionnent la possibilité que leurs conclusions soient soumises à une étape de validation effectuée à l'interne de leur organisation. Ainsi, dépendamment du montant en cause et du contexte entourant l'exploitation de l'entreprise devant être financée, les répondants affirment

avoir recours à leurs collègues pour valider le fruit de leurs analyses. Cette étape ne serait toutefois pas obligatoire dans le processus formel visant l'évaluation d'un dossier.

Il y a des fois où je dis à un de mes collègues : Tu vas venir avec moi et tu vas te faire ton opinion. J'ai besoin d'un deuxième avis. Parce que des fois, tu tombes emballé. C'est wow, wow, wow, wow! Je suis comme tout excité. Et là, à un moment donné, tu dis : Wo, minute là! Calmes-toi! Puis à un moment donné, tu vas dire : je veux une deuxième opinion. Dans notre métier, c'est tellement peu d'écart entre le succès et l'échec que souvent, il va y avoir une deuxième opinion. Il va toujours y avoir quelqu'un qui va te *challenge*. Et on va le faire, des fois, en équipe. Et on va se *challenge* entre nous, parce qu'on veut être sûrs d'avoir tout vu. C'est plus long. C'est bien fatiguant des fois. Mais je pense que c'est un mal nécessaire dans notre métier, parce que ce n'est pas de la mathématique (GF4).

Même si chaque investisseur a une expérience de travail personnelle, on travaille en binôme avec un analyste financier qui lui se dédit vraiment à modéliser financièrement le prévisionnel, l'analyse financière et l'évaluation, sous la supervision évidemment de l'investisseur ou du directeur d'investissement. Je pense que c'est important qu'il y ait deux paires d'yeux qui analysent le projet et qu'il y ait un certain *challenge* qui soit fait (GF14).

Par la suite, les répondants stipulent que les conditions liées à l'offre de financement ou d'investissement qu'ils s'approprient à faire doivent être consignées dans une lettre d'intention, qui fait office d'offre conditionnelle. Tel que précisé par les répondants, l'offre de financement serait alors conditionnelle à l'acceptation du client, mais également à la réalisation des étapes suivantes du processus d'évaluation du dossier, notamment en ce qui a trait à la vérification des informations soumises par le client ainsi qu'à l'obtention des autorisations requises par les instances décisionnelles en place.

Et là, on bâtit notre proposition, qu'on va soumettre à l'entreprise. On va la soumettre sur une base d'intention, qu'on appelle une lettre d'offre conditionnelle ou une lettre d'intention, dans laquelle on vient lui

exposer les grands termes et conditions de la transaction qu'on est prêt à investir. Et là, évidemment, ils ont souvent sollicité une offre chez nos compétiteurs. Donc il y a une ronde soit de négociation ou d'acceptation ou de refus (GF3).

Selon les répondants, un des objectifs de la lettre d'intention, ou offre conditionnelle, résiderait alors dans le fait de s'entendre avec le client sur les conditions liées à l'offre de financement ou d'investissement. Lorsque l'entente est acceptée par le client, l'étape suivante consisterait à réaliser une vérification diligente des informations fournies préalablement. La profondeur de cette vérification serait une fois de plus déterminée par le montant en cause ainsi que par les caractéristiques et le contexte entourant l'exploitation de l'entreprise ou le projet faisant l'objet du financement.

Donc on fait des offres. Une fois qu'on est retenus, c'est toujours conditionnel à la vérification diligente. Donc là, on commence à faire le travail d'analyse de la compagnie, soit la vérification diligente. Encore là, dans l'organisation, ça dépend du montant d'argent de l'investissement, mais *grosso modo*, en bas de trois millions, on fait notre analyse tout seul. En haut de trois millions, on a des équipes-support qui viennent nous aider (GF2).

Lors de cette étape de vérification diligente, les répondants précisent qu'une visite en entreprise est habituellement nécessaire, notamment dans le but de valider certaines informations collectées jusqu'à cette étape du processus.

C'est *sine qua non*, il faut faire une visite d'entreprise, ce qu'on appelle une visite de site. Un des éléments sur lequel on va attacher beaucoup d'importance quand on fait une visite de site, c'est si on a des équipements en garantie, on va aller constater l'état de ces équipements-là. Souvent, on va regarder aussi à l'intérieur de l'usine ou des installations, la disposition. Parce que des fois, la disposition va nous en dire un petit peu plus long sur des besoins éventuels, quand on discute avec l'entrepreneur (GF11).

Premièrement, tu rencontres l'équipe. Mais tu vois ce que l'entreprise fait aussi, ses méthodes de fabrication. Elle a l'air d'être bien équipée ou pas. Il y a l'air d'avoir une bonne ambiance ou pas. Tu vois un paquet

de choses dans une visite. Que ce soit au niveau de l'équipe, mais aussi de l'entreprise. Déjà, tu as un très bon *feeling*, comme on peut dire. Des fois, sans même avoir vu les chiffres, quand tu vois que ça roule, que tout est tac-tac-tac. [...] Mais même la première visite, tu peux voir un peu tout ça. Ça se voit. Une entreprise peut avoir de très beaux chiffres, mais quand tu visites l'usine, l'équipement, c'est vieux comme la terre. Donc tu te dis que tôt ou tard, il va falloir que tu réinvestisses de façon pas mal importante. Donc moi, je rentre à ce moment-ci. Tu as de beaux chiffres, mais je rentre à un moment qu'il va falloir que tu réinvestisses de façon massive dans l'équipement. Ça, ça veut dire que la main d'œuvre n'est pas qualifiée sur le nouvel équipement aussi, parce que c'est beaucoup plus moderne, etc. Donc ce sont toutes des choses qu'on prend en considération. Qu'on ne chiffre pas nécessairement, encore une fois, mais des choses comme ça, ça peut quasiment faire en sorte qu'on n'investisse pas parce que ça montre encore une fois la philosophie des dirigeants (GF12).

En visitant sur place, on regarde les gens, les relations entre le gestionnaire et ses ressources. À un moment donné, il y en a qui se déplace dans l'usine et il n'y a personne qui se salue. Il y en a d'autres, tu le vois par le contact et les regards, que les relations sont bonnes. On regarde aussi au niveau du *layout* de l'usine, voir si ça fonctionne bien, s'il n'y a pas des problèmes de production. Et à ce moment-là, on pourrait dire qu'on a vu qu'à telle place, il y avait des entonnoirs, il y avait du retard. On peut peut-être leur suggérer de rencontrer quelqu'un, un spécialiste. On essaie de voir, tant en terme de ressources humaines, si le climat, les relations de travail, c'est bon. Les gestionnaires, s'ils sont en contrôle. C'est vraiment ça, quand on fait le tour de l'usine et qu'on discute avec eux (GF8).

C'est d'ailleurs lors de la vérification diligente, et plus précisément lors d'une visite en entreprise, que les répondants affirment porter une attention particulière au capital humain (CH3 dans le processus présenté précédemment à la figure 4.3). En ce sens, les répondants stipulent que c'est lors d'une visite sur les lieux qu'il leur serait possible de prendre en considération la qualité de l'équipe de direction, par l'entremise des relations que celle-ci entretient avec ses employés.

Moi, l'affaire que je fais tout le temps, et c'est remarquable, je demande une visite de la *shop* ou du bureau avec le président. Si quand on se promène, tout le monde se met la tête de même [Le répondant mime

quelqu'un qui regarde par terre, la tête dans les épaules], c'est mauvais signe. Mais si le président passe à côté et il dit : « Allô Carole, comment ça va? Je te présente [Nom du répondant]. John, ton gars qui était à l'hôpital, c'est tu correct? » Là tu dis, il y a de quoi là. C'est un président qui est proche de son monde. Quand ça va aller mal, son monde va être proche de lui. Mais quand c'est le fouet et tout le monde est comme ça, tu dis qu'il y a quelques-choses de malsain là (GF19).

Moi souvent, une des choses que je remarque beaucoup, c'est quand le *boss* se promène dans l'usine, c'est quoi l'attitude des employés? Des fois, un *boss* plus autocratique... Le *boss* rentre et tu vois que les employés ont tous la tête basse et tu vois la cadence qui augmente. Des fois, ça me dit qu'il a peut-être une façon de gérer qui n'est peut-être pas optimale. Par contre, il y en a d'autres, je vous dirais la grande majorité de mes clients, ils se promènent dans l'usine et tu vois que les relations sont très *friendly*, très cordiales. Donc il y a beaucoup d'informel, beaucoup de senti aussi quand on fait les visites. C'est pour ça que c'est un ensemble d'éléments. Et c'est clair que ça ne peut pas se faire juste à partir d'un état financier (GF11).

Finalement, la phase d'évaluation du dossier se terminerait par la rédaction d'un rapport, dans lequel les répondants consigneraient les informations collectées, les analyses effectuées ainsi que les conclusions tirées de celles-ci.

On a un compte-rendu à écrire à l'interne avant d'aller au comité d'investissement. Et à chaque section, donc ressources humaines, produits, marché, ... à la fin, il faut se prononcer sur le risque : faible, moyen, élevé. Donc cela te force à te dire : est-ce que j'ai tous les gens qu'il faut? Si oui, mon risque est faible. On a peut-être une faiblesse à tel niveau, mais c'est moins grave. Donc on est prêt à y aller quand même, mais on va mettre un risque moyen. On l'évalue comme ça, encore une fois, de façon qualitative. [...] Comme je le disais tantôt, il n'y a pas d'équipe parfaite ou d'entreprise parfaite, mais si selon nous, à tous les niveaux, c'est pas mal, comme on dit, « sur la coche », à ce moment-là, on estime le risque faible un peu partout. Donc on peut mettre une valeur plus grande sur l'entreprise, ou un taux d'intérêt moins élevé (GF12).

Ce rapport serait donc destiné aux membres des instances décisionnelles, telles que le comité d'investissement ou le conseil d'administration, qui devront à leur tour entériner, ou non, la décision de financement ou d'investissement.

4.3.1.4 Clôture

Lorsque l'évaluation du dossier est complétée et que toutes les informations requises ont été collectées, validées et consignées dans un rapport, la phase de clôture du processus serait enclenchée. Celle-ci débiterait par la présentation du dossier aux instances décisionnelles de l'organisation qui emploie les répondants, dans le but d'obtenir l'autorisation pour procéder à l'octroi du financement ou à la transaction d'investissement.

Puis après ça, on fait toute la vérification diligente, on monte le dossier et on sort en autorisation. Et l'autorisation, elle peut être à différents niveaux. Un million et moins, c'est moi qui signe avec un de mes collègues. Un million et plus, on s'en va à un comité d'autorisation. Puis les comités d'autorisation sont divers. J'en ai un au niveau de la dette. J'en ai un au niveau de l'équité. J'en ai un au niveau de la technologie. Donc ce sont des comités différents parce que ce n'est pas la même façon de penser (GF4).

Une fois l'autorisation obtenue, les répondants seraient ensuite en droit de déposer une offre finale aux dirigeants de l'entreprise ou du projet devant être financé. Cette offre finale ferait alors mention des conditions finales rattachées au financement ou à l'investissement offert. Les répondants précisent également qu'une dernière validation doit être effectuée, soit l'étape de vérification légale, lors de laquelle des avocats s'assurent que les antécédents légaux et juridiques de l'entreprise et de ses propriétaires sont conformes aux législations en vigueur.

Le comité prend une décision. Et là, on livre la lettre d'offre finale. Et on finalise la portion vérification diligente légale, qui est faite par des avocats, à savoir s'il y a des poursuites contre la compagnie. Est-ce qu'ils sont tous bien enregistrés? Est-ce que les actionnaires qu'ils nous

ont déclarés, c'est bien ceux qui sont au REQ? Est-ce que toutes les garanties qu'ils nous ont dit qu'ils avaient données à d'autres créanciers sont bien celles qui étaient dans les états financiers? Bref, on vérifie l'aspect légal. Et si tout ça est correct, à ce moment-là, on fait les transactions. On décaisse (GF3).

Quand tu as ton autorisation, c'est là que tu fais ta lettre d'offre finale. [...] Et quand tu as réussi à t'entendre sur la lettre d'offre finale, là, il y a la dernière étape. Il y a la VD [vérification diligente] légale. Là, on n'a pas encore mis d'avocats sur le dossier. Donc quand la lettre d'offre finale est signée, on embauche les avocats. Eux, ils font une vérification. Ils s'assurent que le dossier est correct au plumeau, qu'il est correct avec le gouvernement et qu'il est correct partout. Et que les livres de la compagnie sont à jour et tout ça. Donc il y a une VD légale qui est faite. Ça, il faut vraiment s'être entendu sur une lettre d'offre finale. Une fois que le légal nous dit « c'est correct, la compagnie est bien belle » et que tous les papiers sont montés, c'est là qu'on fait un *closing* et une émission d'un chèque (GF2).

Tel que souligné par les répondants, la phase de clôture du processus d'évaluation du dossier se terminerait par le versement du financement et/ou par la réalisation de l'investissement.

4.3.1.5 *Suivi*

La dernière phase du processus serait celle du suivi. Ce dernier pourrait prendre diverses formes, allant d'un suivi financier traditionnel jusqu'à de simples échanges de courtoisie. Par ailleurs, les répondants précisent qu'il est important de maintenir une bonne relation avec les entrepreneurs ou les dirigeants d'une entreprise puisque même les plus simples formes de contacts avec eux peuvent leur en apprendre beaucoup sur l'état actuel de l'exploitation de l'entreprise.

Moi, je parle à mes entrepreneurs presque à toutes les semaines. Juste comment ça va? As-tu des problèmes? Et on fait des rencontres presque tous les mois pour un café, un lunch. J'en ai un qui est à côté. Alors, on va prendre un café, pas long, juste pour garder le contact, voir si il y a des choses. Et c'est sûr qu'à l'occasion, par exemple, s'il travaille des

acquisitions, s'il travaille des choses, nous, on est meilleur. Alors on les aide. Donc oui, il y a des suivis et le succès est là. Il faut être en amont pour voir les choses venir plutôt que d'être en réaction. Prendre des états financiers et dire, mais qu'est-ce qui s'est passé? Dans le fond, on est généralement très, très près de nos entrepreneurs. Bien qu'on ne soit pas là pour caller (sic) les *shots* pour eux, on est plus... Ce que je donne souvent comme exemple, c'est qu'il embarque sur une rue et au bout il y a un stop. Il faut qu'il tourne à gauche ou à droite. Ce n'est pas moi qui va lui dire tourne à gauche ou à droite. Mais je vais lui dire que les deux derniers qui ont tourné à droite, ils ont eu un accident. Donc sois prudent avant de tourner (GF19).

Selon les répondants, toutes les entreprises faisant partie de leur portefeuille doivent soumettre des rapports financiers sur une base régulière, de manière à ce que la santé financière de l'entreprise puisse être évaluée.

Les clients nous envoient tous les mois leurs états financiers. Donc on a une équipe qui reçoit les états financiers et qui intègre ça dans nos systèmes à nous, pour qu'on fasse un suivi et voir s'il y a des entreprises qui sont soit à tendance négative ou à tendance positive. On a différentes cotes de risque. Et quand ça commence à mal aller, qu'il voit qu'on a des pertes et qu'il va manquer de liquidités dans un horizon de X, alors là, il y a un *flag* jaune qui s'allume. Et si on voit que ça continue et que ça empire, là il y a *flag* rouge qui s'allume, en fonction des cotes où on est rendu. Mais on a aussi des directives. Donc ça, c'est le suivi. Il faut compléter ce qu'on appelle des rapports trimestriels. Selon le risque du dossier, ça va être semestriel. Mais avec des risques plus importants, on le fait aux trois mois (GF3).

Ainsi, les répondants seraient en mesure d'orienter leur suivi, ainsi que leurs éventuelles interventions dans la gestion, en fonction de la réalité vécue dans l'entreprise. Les répondants précisent alors qu'il est parfois nécessaire d'accompagner l'équipe de direction dans leur prise de décision de gestion. Cet accompagnement pourrait alors être effectué par les répondants eux-mêmes ou par une équipe interne spécialisée dans le domaine nécessitant une analyse approfondie et pouvant formuler des conseils en la matière.

À chaque fois qu'il y a un état financier, une mission d'examen, une fin d'année qui arrive, c'est rentré dans le système. Et la cote de risque, elle, elle bouge. Donc il va mieux ou il va moins bien. Puis ça aussi, ça *drive* des actions des groupes-support (GF2).

De plus, bien que le suivi financier semble requis dans tous les dossiers, certains types de capital investissement nécessiteraient davantage d'implication de la part des répondants. Ceux-ci précisent d'ailleurs que des investissements sous forme d'équité requièrent habituellement une implication accrue, notamment au niveau de la gouvernance de l'entreprise dans laquelle ils ont investi.

On va essayer d'avoir des gens de l'externe sur le conseil, des gens qui ont amené toute l'expérience nécessaire, qui ont déjà fait ça, peut-être à la retraite et qui peuvent poser des questions et faire des suggestions. [...] Donc la composition du conseil d'administration va être fixée avant que l'investissement se fasse. Et on va essayer d'amener, évidemment, de l'expertise externe. Et c'est là qu'on voit souvent les vraies couleurs des gens. S'ils ne sont pas intéressés à avoir des externes ou même l'investisseur, ça en dit beaucoup (GF6).

Quand on investit en équité, on met en place un conseil d'administration. Et on a une base de données d'à peu près 200 administrateurs qu'on a qualifiés. Et donc on sélectionne ceux qu'on pense qui peuvent être bons pour l'entreprise. Et avec l'entrepreneur, on va choisir des administrateurs qui vont apporter la connaissance dans l'industrie, nous représenter sur le conseil. Parce que les directeurs d'investissement, on ne siège pas sur les conseils d'administration. Dans le passé oui, mais depuis plusieurs années, ce n'est plus le cas. Donc moi, je suis observateur sur les conseils d'administration de mes compagnies. Mais il y a des administrateurs qui sont nommés par nous et par les dirigeants. Et c'est comme ça qu'on aide l'entreprise à mieux structurer, à planifier, à faire sa stratégie, etc (GF9).

Habituellement, on demande un siège au conseil d'administration quand c'est un montant important qu'on a investi. Donc on va, à chaque trimestre, au conseil d'administration. On essaie de conseiller l'entreprise le mieux possible aussi (GF12).

Le processus d'évaluation d'un dossier se terminerait donc par cette phase de suivi, qui serait ainsi poursuivie jusqu'à ce que le financement octroyé ait été remboursé ou jusqu'à ce que l'investissement effectué soit ultérieurement retiré.

4.3.2 Évaluation financière du capital humain

Le processus d'évaluation d'un dossier ayant été défini, il importe à présent de déterminer dans quelle mesure les répondants du profil GF procèdent à l'évaluation financière du capital humain.

Donc c'est probablement ce qu'on fait de plus complexe. Et c'est ce qu'on fait de plus vite. C'est ce qu'on fait de plus mal. Mais comme on ne le mesure pas, ça ne paraît pas qu'on le fait mal (GF7).

Dès lors, bien que les répondants affirment que le capital humain, et plus particulièrement celui rattaché à l'équipe de direction, revêt une importance capitale lors de l'analyse d'un dossier, il semble qu'aucune valeur financière ne soit attribuée à celui-ci.

La réponse est non. En tout cas, moi je ne l'ai jamais vu. Le différenciateur du capital humain se fait dans l'intérêt d'investir dans la compagnie, la crédibilité qui est apportée au plan d'affaire qui est présenté, la crédibilité de l'entrepreneur à mener à bien le projet qu'il nous vend, mais ça fait partie intégrante de l'analyse de dire que ce dossier m'intéresse et que je vais leur faire une proposition. Le seul moment où ça peut entrer en ligne de cause, c'est au moment du *fine-tuning* de la négociation de la valorisation. On peut faire un effort supplémentaire si on a un très fort confort avec l'équipe de management. Mais je n'ai encore jamais vu de prix donné au capital humain en tant que tel (GF14).

Bien qu'il semble que l'évaluation du capital humain soit davantage de nature qualitative, les répondants précisent toutefois que cet élément pourrait avoir un impact quantitatif lors de l'analyse d'un dossier. En ce sens, la qualité du capital humain serait

prise en considération lors de l'élaboration des hypothèses servant à la valorisation d'une entreprise. Ainsi, le capital humain aurait un impact indirect dans la détermination de la valeur de celle-ci.

Indirectement, oui. Mais pas directement. Je vais peut-être enlever 1, 2, 3, 4 % sur mon taux d'actualisation requis, selon le capital humain. Donc j'en tiens compte de cette façon-là. Tu me promets une croissance de 50 %. Je vais te la laisser à 50 % ou je vais la ramener à 10 % parce que je ne te fais pas confiance. Dans chacun de mes critères de mon *DCF*, je vais tenir compte de mon appréciation du facteur humain. [...] Donc oui, ça joue définitivement dans tous nos critères d'évaluation. Mais je n'ai pas une grille précise (GF1).

De plus, les répondants affirment que la qualité du capital humain et de l'équipe de direction se reflète habituellement dans la rentabilité générée par l'exploitation de l'entreprise. « Ce sont beaucoup plus des évaluations basées sur un profit net qui reflète tout l'impact des employés. Si ce sont de bons employés, ils vont bien performer et vont générer un profit et c'est là que ça se reflète » (GF6). Par conséquent, la valeur financière du capital humain serait prise en considération de façon implicite lors de l'évaluation d'une entreprise puisque la rentabilité générée, exprimée en termes de bénéfices ou de flux de trésorerie, servirait de fondements aux méthodes d'évaluation basées sur l'exploitation.

Tu aurais beau avoir la meilleure équipe au monde, si au bout de la ligne, tu n'as pas de revenus et tu perds du *cash*, je n'irai pas donner plus. Généralement, avoir les bonnes personnes va te permettre d'avoir des meilleurs résultats. Et de donner un meilleur résultat, tu vas avoir une meilleure valeur. Donc c'est plus une cause de ça que... C'est comme une recette, finalement. Comme si tu me disais, si tu fais un gâteau, donnes-tu plus de valeur à la farine qu'aux œufs? Ça prend les deux... Je vais donner une valeur au gâteau s'il a levé et s'il est bon. Donc c'est un peu ça dans une compagnie. Les employés, c'est une matière première pour faire ton gâteau. Très, très important, la plus importante tant qu'à moi. Mais la valeur, tu vas la donner s'il y a un gâteau (GF19).

Quand on achète une entreprise, qui comptablement vaut 10 et qu'on la paye 20, le goodwill, ce 10 millions-là, est-ce qu'il y a du capital humain là-dedans? Probablement parce que la marque, la réputation de la compagnie qu'on vient d'acquérir et la prime qu'on a payée pour l'acquérir, tout ça est arrivé parce qu'il y a un management qui a amené l'entreprise à ce stade-là. Donc le capital humain, il existe. Il est valorisé au moment où un stratégique la rachète. [...] Il y a une valorisation qui est là-dedans, c'est certain. Dans le goodwill, pour moi, il y a une valeur très forte qui est donnée, mais qui est indirecte parce qu'on dit achalandage, on dit marque, ... Mais une marque, elle se crée pourquoi? Elle se crée parce que l'entreprise a une réputation. Pourquoi l'entreprise a une réputation? Parce qu'elle a été amenée à ce stade-là. Comment elle a été amenée à ce stade-là? Par un management. Et comment le management est arrivé là? Parce qu'il avait une vision stratégique. Donc c'est quand même lui qui est derrière tout ça. Si le management n'avait pas été là, l'entreprise n'aurait pas atteint cette notoriété-là. Évidemment, avec les employés qui ont travaillé (GF14).

Pour moi, la valeur du capital humain, elle se traduit indirectement par les résultats financiers. Donc une équipe de direction qui est vraiment *sharp*, qui sait ce qu'elle fait, qui est complémentaire, cela va se traduire dans ses résultats financiers, dans sa croissance, dans son développement de différents marchés. Donc une entreprise qui va avoir une équipe solide ne restera pas locale ou régionale (GF9).

Ainsi, selon les répondants, le fait d'attribuer une valeur élevée à une entreprise pourrait être considéré comme le reflet d'un capital humain d'une grande qualité.

4.3.2.1 Méthodes d'évaluation

Bien qu'aucune valeur financière ne soit distinctement attribuée au capital humain, les répondants affirment toutefois avoir recours, lors de l'analyse du dossier, à certaines méthodes d'évaluation liées aux ressources humaines œuvrant au sein de l'entreprise évaluée. Selon les répondants, les méthodes d'évaluation basées sur les coûts (de reproduction, de remplacement, de formation ou évités) seraient habituellement utilisées lors de la valorisation d'une entreprise, mais principalement dans le but de valider ou d'ajuster les prévisions financières servant de bases aux différents calculs.

[Le coût de remplacement], on le prend en considération, dans les cas où je vous disais qu'on fait parfois des recommandations pour que l'équipe soit augmentée, améliorée. C'est sûr qu'à ce moment-là, ça a un impact sur les flux monétaires. Donc on va venir ajuster les flux monétaires du coût de ces nouveaux salaires-là (GF16).

Le coût de remplacement de la main d'œuvre, c'est sûr et certain que c'est tenu en compte. Parce qu'on regarde un employé et on se dit, cet employé-là génère un million de revenus. Si cet employé-là part demain matin, c'est quoi mon coût pour former quelqu'un pour que cette personne-là revienne à mon fameux un million? Cette personne-là, si elle part et qu'elle génère un million de revenus, est-ce que ça se peut qu'on perde des revenus sur ce un million de revenus-là? Donc il y a un coût à laisser aller quelqu'un qui génère des revenus. [...] Si, pour remplacer cette personne-là, ça va coûter dans la prochaine année une fois et demi son salaire annuel parce qu'il va falloir payer le salaire annuel de l'autre personne en plus de la formation et de la perte de temps, la perte de productivité, ... donc c'est un coût de remplacement de cette main d'œuvre là aussi. C'est une perte de profitabilité. C'est sûr et certain que ça doit être tenu en compte dans l'évaluation d'entreprise. [...] Coût de formation, on regarde toujours ça, c'est sûr et certain, pour savoir comment ça coûte former un employé. Parce que si on en perd un, il faut le remplacer par un autre. À moins qu'on décide de laisser aller quelqu'un, ce qui peut arriver. Des fois, on laisse aller quelqu'un parce que son poste peut être soit inutile, ou tout simplement parce qu'il peut être remplacé à moindre coût (GF21).

Souvent, ce qu'on va faire, c'est qu'on va *challenge* l'entrepreneur sur ses prévisions financières. S'il nous dit, par exemple, qu'il embauche 20 employés et qu'ils sont opérationnels demain matin, personnellement, mon expérience me montre que ça ne se passe jamais comme ça. Donc souvent, ce qu'on va faire, c'est qu'on va le *challenge* là-dessus. On va lui dire : Est-ce que tu as pris en considération qu'il fallait que tu formes tes employés, qu'ils ne sont pas opérationnels à 100 % ? Normalement, un employé devient opérationnel, dépendamment du secteur, ça peut prendre de 6 mois à 12 mois, et même un peu plus avant qu'il soit complètement opérationnel. Donc si tu penses que cet employé-là devrait te rapporter 100 000 \$ de revenus par année, peut-être que tu es mieux d'y aller de façon plus progressive. Et ça a des impacts sur tout le reste. À ce moment-là, ça a un impact sur le fond de roulement, ça a des impacts des fois sur la productivité, etc. Donc c'est tout ça qu'on va regarder avec lui (GF11).

Cependant, compte de tenu de l'importance relative de ce type de coûts dans les états financiers des entreprises évaluées, les répondants affirment ne pas procéder à des analyses approfondies sur les coûts reliés au capital humain autrement que pour les fins de l'élaboration d'hypothèses financières.

L'importance relative de cette charge-là [recrutement et formation], généralement, dans l'ensemble des états financiers dans une entreprise de ce style-là, c'est trop minime pour prendre la peine qu'on passe du temps là-dessus (GF15).

Quant aux méthodes d'évaluation basées sur l'exploitation, les répondants précisent que certains dossiers nécessitent la prise en considération des revenus générés par employé, non pas dans l'optique de les actualiser et d'en venir à établir la valeur de l'ensemble de la main d'œuvre, mais bien uniquement pour valider, une fois de plus, les prévisions financières établies par la direction de l'entreprise évaluée.

Oui on en tient compte dans la crédibilité du prévisionnel et de l'importance de ce prévisionnel en se disant qu'il y a une belle progression possible et que c'est intéressant. Mais dans notre valorisation, pas tant que ça, non (GF14).

En fait, on le fait de façon informelle, c'est-à-dire qu'on considère qu'il y a un certain niveau de levier opérationnel, certainement. On n'a pas la granularité et le niveau de détail suffisant pour le faire précisément dans une entreprise de la taille de celles dans lesquelles on investit. Donc c'est un petit peu difficile de le faire précisément. Mais c'est certain qu'on alloue un niveau de levier opérationnel aux entreprises pour lesquelles on considère qu'il y a une certaine croissance des ventes (GF18).

Finalement, les répondants affirment également avoir recours aux méthodes d'évaluation basées sur le marché pour ajuster les prévisions financières fournies par la direction de l'entreprise évaluée, notamment en ce qui a trait à la rémunération des dirigeants. En ce sens, l'utilisation de comparables en termes de salaires versés sur le marché permettrait aux répondants d'ajuster le niveau de bénéfices ou de flux

monétaires en fonction d'une réalité économique liée à un secteur d'activité donné. Cela dit, de tels comparables ne seraient jamais utilisés dans le but d'attribuer une valeur financière au capital humain. De plus, l'analyse de comparables se limiterait uniquement aux postes de direction, tel que souligné dans les extraits suivants.

C'est sûr qu'on regarde, effectivement, est-ce que les salaires des dirigeants font du sens? Je dirais surtout par rapport, encore une fois, aux résultats que tu as. Des fois, l'entreprise peut avoir de très beaux chiffres, mais tu te rends compte que les salaires sont vraiment en-dessous du marché. Donc il faut que tu fasses un ajustement. Ou si les dirigeants se prennent des salaires extraordinaires, ça te donne un peu une idée de la mentalité des gens aussi (GF12).

C'est certain qu'on va regarder l'ensemble de la compensation au niveau de l'équipe de direction. Parce que dans certaines transactions, il y a des dirigeants, des propriétaires d'entreprises, qui vont en profiter pour dire qu'ils se sous-payent depuis tant d'années et que là, ils vont s'ajuster au marché. Ou c'est complètement l'inverse. C'est comme leur banque personnelle privée et il y a toutes sortes de dépenses qui passent là-dedans. Donc c'est certain qu'on va regarder ça. Et on fait du *benchmarking*. On va dire que pour telle taille d'entreprise, par exemple, combien on pense qu'un vice-président finance, un directeur d'usine, un vice-président opérations, un président, ... devraient gagner. Et on va tenir en considération aussi dans l'évaluation de l'entreprise (GF9).

Aucune autre méthode d'évaluation financière liée au capital humain ne serait utilisée par les répondants du profil GF.

4.3.2.2 *Évaluation qualitative*

Selon les répondants, une large part de l'évaluation du capital humain porterait sur des facteurs de nature qualitative et ferait donc partie d'une évaluation à portée non financière.

Mais cette évaluation du capital humain, ou de la qualité des ou du porteur(s) des projets ou du management, elle est absolument

fondamentale. On peut avoir le plus beau projet du monde, si ce n'est pas la bonne équipe pour le gérer, on n'investira jamais. Jamais. [...] Mais ça reste immatérielle comme évaluation. Mais elle n'en demeure pas moins absolument cruciale. C'est paradoxal. Ce qui est crucial n'est pas quantifié (GF14).

Dès lors, les répondants précisent que les facteurs composant le capital humain seraient habituellement considérés comme des éléments qui augmentent ou atténuent le risque lié à la réalisation d'un projet ou tout simplement à l'exploitation d'une entreprise. En ce sens, la qualité des ressources œuvrant au sein de l'entreprise aurait d'abord un impact sur le niveau de risque attribué au projet devant être financé, tel que soulevé dans les extraits suivants.

Personnellement, je trouve qu'il nous manque un petit peu de cours de gestion de ressources humaines parce qu'en arrière de chaque entreprise, ce sont des humains. Et ça, c'est un élément qu'il est important de comprendre. Je n'attribuerai pas nécessairement une valeur dessus. Par contre, indirectement, quand je vais évaluer les flux monétaires de l'entreprise, plus mon niveau de risque des employés est élevé, plus mes flux monétaires sont incertains. Donc indirectement, je me trouve à l'évaluer aussi parce que quand je vais faire mes entrevues avec l'entrepreneur, si tout est beau au niveau des RH, je viens de sécuriser un volet à l'intérieur de mes flux monétaires. Après ça, je vais évaluer le marché, je vais évaluer le plan de match, je vais évaluer les équipements physiques, les installations physiques, est-ce que je suis capable de livrer ça, est-ce que je suis à pleine capacité, ... Donc quand je vais évaluer ça, si je n'ai pas d'enjeux sur mes ressources humaines, je viens de cocher, dans le fond, que mon risque sur les ressources humaines n'est pas élevé. Donc ma cote globale est influencée indirectement. Ça fait partie de l'évaluation (GF11).

Mais à partir du moment où le *fit* est là, qu'on voit qu'il y a une bonne relation qui est envisageable, c'est certain que c'est un élément important qui est regardé. Parce qu'on se rend compte que c'est souvent un élément très, très, très important, la qualité du management. Mais c'est un élément qui est très, très, très difficile à évaluer. Des bases quantitatives, on n'en a pas. C'est un facteur qui est pris en considération vraiment de façon qualitative, en disant, par exemple, cette entreprise-là a beaucoup de potentiel au niveau de tel ou tel produit, mais par contre, il y a des enjeux importants à certains égards.

Mais on juge que la direction, à cause de la réputation de cette personne-là, à cause de ce qu'elle a fait dans le passé, alors on a confiance en cette personne-là pour être capable de rencontrer ces enjeux-là, de régler ces enjeux-là et de faire une entreprise à succès avec ça. C'est comme ça qu'on va le considérer. Disons que ça va beaucoup atténuer certains risques qu'on peut voir dans l'entreprise (GF16).

Toutefois, puisque l'évaluation du capital humain porte sur des facteurs de nature qualitative, les répondants précisent qu'il pourrait être difficile, voire impossible, de chiffrer leur évaluation ou de la convertir en termes financiers.

Mais une chose qui est certaine, c'est que c'est un des facteurs. On dit toujours management, management, management. C'est certain que c'est très important. Mais on parlait tantôt du reste de l'équipe, jusqu'au balayeur, jusqu'à la réceptionniste. Tout ça, c'est tout imbriqué. C'est certain que le leadership, la tête de l'équipe de direction, du président, a beaucoup d'influence et d'importance. Donc comment une entreprise réagit en fait à l'adversité? Comment est-ce que l'entreprise répond aux pressions du marché? Est-ce que c'est un leader ou un *follower*? [...] Donc ce n'est pas une science exacte. Malheureusement, c'est qu'on ne peut pas juste ramener ça à une cote (GF9).

En ce sens, les répondants affirment que leur évaluation du capital humain et de la qualité des ressources humaines serait principalement réalisée en fonction de leur jugement professionnel. De plus, leur analyse du capital humain reposerait davantage sur leur propre expérience, notamment acquise par la pratique de leur profession.

Mais le gros différenciateur d'un dossier à l'autre, pour moi, ça a toujours été et c'est encore le jugement de l'investisseur, c'est-à-dire au-delà de l'analyse proprement dite de la compréhension du *business model*, de l'évaluation qui est faite de l'entreprise, de la qualité de son prévisionnel, et donc de la confiance qu'on peut en avoir ou qu'on peut avoir sur la progression future de l'entreprise. Une fois qu'on a fait tout ça, il y a une appréciation personnelle, presque intuitive ou instinctive, qui est faite par l'investisseur, qui ne prend pas le dessus, mais qui vient rajouter une couche supplémentaire d'analyse. [...] Et il m'est déjà arrivé, au bout d'une analyse très complexe, d'en être satisfait et de ne pas aller de l'avant avec le dossier, par inconfort, par mauvais sentiments, par insécurité parfois inexplicable vis-à-vis de

l'entrepreneur ou des porteurs de projet, ou peut-être d'un secteur particulier et de ses évolutions qui sont encore très difficiles à cerner. Alors que les chiffres et l'analyse concrète montrent que tout est positif. [...] Donc cette évaluation des gens avec qui on va investir, elle est fondamentale. Et en même temps, elle reste inquantifiable (sic) parce que ce sont des impressions. Ce sont des sentiments. [...] Donc c'est tout un tas de choses comme ça qui... tout un tas de faisceaux de présomptions où on se fait une idée générale sur, finalement, à quelle personne on a affaire. [...] Ce sont des choses qu'on finit par arriver à déterminer parce qu'à force de voir des centaines et des centaines de projets, de les étudier, de les *challenger*, on finit par avoir une espèce de déformation professionnelle qui fait qu'on arrive assez vite à trouver certains *patterns* à la fois dans le projet lui-même intrinsèquement, mais également dans le type d'entrepreneur auquel on a affaire. [...] Et on le découvre au fur et à mesure du *process*. Le *feeling* qu'on avait sur l'entrepreneur se révèle plus ou moins vrai (GF14).

On n'a pas une charte qui mesure certains qualificatifs ou des qualités du management. C'est vraiment plus un *feeling*. On regarde la structure. C'est très *high level* honnêtement, ce n'est pas très détaillé comme pratique (GF15).

En *early stage*, l'évaluation, ton outil de travail principal, c'est ton nez. [...] Après 20 ans, mon outil favori, c'est mon nez. Je le sens, je ne sais pas pourquoi, écouter les gens, voir le non verbal. [...] Et c'est l'instinct. Tu fais confiance aux gens. Et il y a d'autres fois que tu te trompes royalement. Donc tout ça pour dire que le capital humain est très, très important. Et ça s'évalue comment? C'est par les cheveux gris, les cicatrices, le *feeling* (GF19).

Puis questionnés sur le recours aux tests psychométriques pour évaluer les caractéristiques liées au capital humain, les répondants ne semblent pas partager le même avis quant à leur utilité. D'une part, certains répondants confirment avoir recours à ce genre de tests, que ceux-ci soient développés à l'interne ou proviennent de professionnels externes.

On a développé, avec une société [de professionnels], un processus d'évaluation du capital humain. Où on utilise soit des entrevues, soit des profils, par rapport à ce qu'ils ont comme fonction dans l'entreprise. On s'est fait décrire par des experts, par exemple, un VP ventes,

qu'est-ce que ça devrait faire? Qu'est-ce que ça devrait avoir comme compétences? Et qu'est-ce qu'on devrait retrouver comme profil de ces individus-là? Après ça, on a développé un processus où on fait faire des tests. On n'appelle pas ça des tests psychométriques, mais ce sont des tests de personnalité. [...] Et ensuite de ça, encore là en fonction de la matérialité, on a aussi un test qui est passé aux différents cadres de l'entreprise. C'est un test qui dure à peu près 60 à 90 minutes, qui est encore en ligne, et qui le met en situation de gestion face à différentes choses qui arrivent dans la compagnie. Et puis là, il a à prendre des décisions. Et là, on évalue comment il prend ses décisions, quelle importance il accorde à la formation de son personnel, quelle importance il apporte à la satisfaction des clients, quelle importance il accorde à la satisfaction des employés. Puis on a un score qui sort de ça. Ce sont des outils qui viennent vraiment nous aider à évaluer la direction, le capital humain, si on veut, de l'entreprise (GF3).

On va même souvent demander des tests psychométriques. Et je dirais qu'il y en a plus dans les secteurs où l'équipe est plus jeune, par le fait que l'entreprise est elle-même plus jeune, et qu'ils n'ont pas nécessairement fait leurs preuves. Alors il y a des tests plus fréquents qui vont être demandés dans ce genre d'entreprises (GF16).

Et donc, cette évaluation-là des dirigeants se fait par le directeur d'investissement, par des tests. Dans certains cas, on va même embaucher des firmes de psychologues, à l'externe, pour faire des évaluations plus détaillées, avec des entrevues et des tests plus poussés que les nôtres (GF9).

D'autre part, certains répondants semblent remettre en doute l'utilité de résultats provenant de tests psychométriques et réitèrent l'importance de se fier à leur jugement professionnel pour évaluer la qualité des gestionnaires de l'entreprise évaluée.

On en fait rarement de ça, on en fait rarement. On en a fait à quelques reprises. Et on finit par réaliser qu'on n'a pas appris beaucoup plus qu'on en savait déjà juste avec les échanges avec les entrepreneurs. Donc ça a validé un petit peu ce qu'on voyait là, dans le fond. Mais on n'est pas trop, trop dans ce genre d'affaires-là (GF13).

Donc c'est juste l'expérience. [...] Toujours. Ce n'est jamais un test psychométrique qui va dire si on prend un *deal* ou pas. Jamais. Ce n'est jamais une formule mathématique. Et, au bout de la ligne, c'est moi qui

filtre tout. Il n'y a rien qui équivaut l'expérience. [...] Mais le sixième sens, ou l'intuition, c'est le meilleur terme... l'intuition, c'est un filtre puissant. C'est probablement le meilleur filtre que tu peux avoir. [...] Cette intuition-là, elle est basée sur beaucoup plus d'informations, beaucoup plus de vécu. Et plus tu en as, plus tu as d'intuition. Plus tu as de vécu, plus tu as d'intuition (GF4).

Quelle valeur on accorde au capital humain? C'est notre première priorité. C'est notre première priorité, mais on est incapable d'avoir... On a essayé de mettre de la mécanique autour de ça. On a développé des processus avec [des professionnels en psychologie industrielle], qui sont relativement sophistiqués. En bout de ligne, on demande à des professionnels des finances de se comporter en pseudo-chamane pour essayer d'évaluer les gens... C'est un processus qui est extrêmement complexe. On ne peut pas le faire dans le temps qui nous est dévolu. [...] Mais en bout de ligne, c'est beaucoup, beaucoup, beaucoup de critères à évaluer en très peu de temps. On est multi-entreprises, on est multisectoriels, on n'a pas une connaissance fine de chacun des secteurs... Moi je pense que tout le processus qui vise à nous mettre au-dessus de la mêlée et à avoir la vue, à nous dire que c'est nous autres qui a la meilleure vue et qu'on est capable d'évaluer l'entrepreneur, on est capable d'évaluer l'équipe, on est capable d'évaluer les objectifs et on est capables d'évaluer le marché... on joue à Jésus. *Who am I to do that?* Je n'ai pas ces compétences-là, je n'ai pas ce temps-là. Je pense que ce n'est pas possible de faire ça. Je pense que ce n'est carrément pas possible. Donc à un moment donné, tu raccourcis tes critères et tu te dis, regarde, on va partir du principe que si on est une équipe qui a du succès, qui est cohésive, que tu as des gens agréables qui ont de la vision, alors tu as plus de chances que ces gens-là continuent d'avoir du succès dans un futur. Et on va se contenter de séduire ces gens-là et de mettre de l'argent là-dedans. [...] Donc on ne les évalue pas, on les prend comme ils sont et on les embarque. On ne les évalue pas. Je te ramène au fait que je pense que l'évaluation, c'est souvent un processus qui est arbitraire. Et je ne veux pas évaluer les gens. Le moins possible, le moins possible. Je vais les mettre en contexte d'opération. Je vais leur donner des objectifs communs et je vais voir comment ils réagissent à ça. On va voir qu'est-ce qu'ils sont capables de livrer et quelles sont leurs limites (GF7).

En conclusion, bien que les répondants partagent des avis différents quant à l'utilité de tests psychométriques, tous semblent s'entendre sur l'importance devant être accordée au capital humain ainsi que sur la nécessité de baser l'appréciation de celui-ci, en tout

ou en partie, sur leur jugement professionnel et leur expérience acquise par la pratique de leur profession.

4.3.3 Facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain

Malgré le fait qu'aucune évaluation financière ne soit réalisée pour ce type d'actif, différents facteurs liés au capital humain semblent revêtir une grande importance lorsque les professionnels du capital investissement procèdent à l'analyse d'un projet et/ou d'une entreprise faisant l'objet d'une demande de financement.

4.3.3.1 Entrepreneur-gestionnaire

Selon les répondants, une large part de leurs analyses portant sur le capital humain reposerait d'abord et avant tout sur l'entrepreneur ou le principal gestionnaire de l'entreprise évaluée. L'importance de cet individu est telle que des faiblesses recensées dans ses capacités de gestionnaire pourraient même entraîner le refus immédiat du dossier présenté aux répondants.

Un bon gestionnaire modèle avec un mauvais modèle d'affaires, il faut le regarder plus que le contraire. Un très bon modèle d'affaires, puis un mauvais gestionnaire, un mauvais propriétaire, je n'embarque pas. Je n'embarque pas, c'est clair. Parce que je m'attire du trouble. C'est sûr que je vais en avoir! (GF4)

En ce sens, les répondants affirment que plusieurs caractéristiques personnelles et compétences seraient essentielles pour qu'un entrepreneur soit considéré comme une bon gestionnaire, dont notamment la capacité d'adaptation face à l'adversité.

Mais quand on regarde ceux qu'on perd, 80-90 % des problèmes, ce sont des problèmes de gestion. C'est à différents niveaux. C'est l'incapacité à se renouveler, l'incapacité à voir venir un problème, l'incapacité à la résilience quand les problèmes arrivent. [...] Moi, le courage managérial, c'est important. La capacité à être un capitaine, ce

n'est pas juste dans une mer tranquille. C'est quand ça brasse. [...] Ça prend quand même beaucoup de créativité et d'innovation pour réussir à te réinventer. Donc cette capacité-là, la vision, la capacité de se réinventer, l'innovation, la passion, ... Ce sont toutes des choses qu'on recherche (GF4).

Nous, ce qu'on sait, c'est que ça ne se passera comme c'est prévu. Donc est-ce qu'on a une équipe qui a du ressort? Parce que ce n'est pas ça qui va arriver. Puis il va y avoir des embûches. Donc est-ce qu'on a une équipe qui, au premier *jap*, ils vont tomber à terre, puis il va falloir les ramasser à la petite cuillère? Parce que de nos jours, c'est pas mal plus *tough* être en business, qu'il y a 25-30 ans (GF5).

Donc ça prend quelqu'un qui est capable de prévoir les coups, de bien les anticiper, de réagir à temps et faire changer l'orientation. Parler à ses financiers et dire : Oui, j'ai un petit problème et ce n'est pas ça que j'anticipais. Mais si on fait ça, je pense qu'on va passer au travers. Et ce n'est pas tout le monde qui veut faire ça (GF6).

Souvent, les entrepreneurs vont avoir une forte capacité d'adaptation. Ce sont des gens souvent qui ont pris la décision de prendre le risque eux-mêmes parce qu'ils veulent être maîtres de leur propre destiné. Ce sont des gens souvent avec beaucoup de leadership, beaucoup de détermination (GF11).

Une autre caractéristique recherchée par les répondants résiderait dans la capacité à pouvoir faire confiance aux entrepreneurs qui leur soumettent un projet. Selon les répondants, l'absence d'un lien de confiance les unissant aux entrepreneurs pourrait même entraîner le refus immédiat du financement demandé, et ce, même si le processus d'évaluation du dossier n'est pas terminé.

Oui, si je n'ai pas confiance en l'entrepreneur, c'est sûr que c'est un élément pour moi qui va influencer énormément ma décision d'investir ou pas. [...] Si on n'a pas un entrepreneur dans lequel on a confiance, dans lequel il y a une clarté de vision, souvent on va préférer de se retirer, de ne pas investir. [...] Une personne aussi qui est capable d'admettre ses erreurs. Souvent, ceux que j'ai remarqués, les bons entrepreneurs, ils admettent dès le départ que ça, ils se sont trompés. Telles affaires, on a fait des bons coups. Mais telles affaires, on n'aurait

pas dû faire ça. Donc une certaine humilité, je trouve que c'est important à avoir (GF12).

Les grands leaders, ça ramène toujours à la vision que les gens ont d'eux-mêmes. J'ai connu des crosseurs exceptionnels, qui avaient des tests psychométriques magnifiques. Tu les aurais élus président des États-Unis sur cette base-là. C'était super beau. La vision qu'ils avaient d'eux-mêmes était parfaitement cohérente. Ça n'en faisait pas des gens performants sur le terrain. Ils n'étaient pas fiables, ils n'étaient pas là, ils ne livraient pas, ils étaient manipulateurs, menteurs, un peu voleurs... souvent... n'importe quoi pour préserver leur image lisse et parfaite. Jusqu'au crash, jusqu'à l'instant dans le crash, on tient le cap... (GF7).

Les répondants réitèrent également l'importance de créer et de maintenir une relation de confiance avec leurs entrepreneurs, basée notamment sur une communication franche et constante, tel qu'illustré dans l'extrait suivant.

Si je suis à Drummondville et que je fais du pouce. Et là, le gars arrive de Québec et il s'en va à Montréal. Il arrête puis je lui dis que je suis prêt à embarquer dans son char (sic) et je vais payer du gaz. À partir de Drummondville jusqu'à Montréal, je vais payer une partie du gaz. J'embarque avec lui, mais c'est encore lui qui conduit. C'est lui qui a la pédale à gaz, à *break* et le volant. Il m'a dit qu'il allait à Montréal. Et moi, je fais un gros dodo. Je m'accote et je fais un dodo. Et une fois de temps en temps, j'ouvre un œil. Je regarde la pancarte... St-Hyacinthe, Sorel, ... Mais s'il décide de prendre la 30, et de virer, et de s'en aller à Sorel... Si j'ouvre un œil et que je vois qu'il est rendu à Sorel et qu'il ne m'a pas avisé, là je ne suis pas content, comme investisseur, comme passager. Parce que moi, je m'en vais à Montréal. Donc c'est ça, une relation d'affaires. Tu suis ton chemin. Une fois, de temps en temps, je m'ouvre un œil, il est sur le bon chemin, c'est correct. On se parle. S'il vire, ça se peut qu'il y ait une logique, mais il doit me le dire au moment de virer. [...] Mais c'est ça une relation entre un entrepreneur et une société de capital de risque. C'est très caricaturé, mais je le dis à mes entrepreneurs. Ne me le dis pas une fois rendu à Sorel. Dis-le-moi quand tu prends la 30. Pourquoi tu la prends? Il y a une logique. Toi, au début, tu t'en allais à Montréal. Si tu décides de t'en aller à Sorel, il y a une logique pourquoi tu t'en vas à Sorel. Peux-tu juste me l'expliquer? Et si ça ne fait pas mon affaire, à ce moment-là, je vais débarquer. Je vais te dire : « tiens, v'là un vingt! Continue, mon grand. Il n'y a pas de problème. Je vais continuer à faire du pouce, moi. » C'est aussi simple

que ça. Je ne veux pas de trouble moi. Et je ne t'obligerai pas à vendre ta *business*. Je ne te ferai pas du tort, tout ça. Je vais débarquer de là. Parce que moi, je m'en vais à Montréal. C'est aussi simple que ça (GF4).

En ce sens, l'intégrité, l'honnêteté, le respect et la transparence seraient donc des éléments essentiels à l'établissement d'une relation long terme entre les répondants et les entrepreneurs.

Donc en tant que minoritaire, notre pouvoir d'influence est relativement limité, ce qui fait que savoir avec qui on se marie, pour un temps limité en investissant, est absolument crucial parce qu'il faut qu'on soit dans une relation de confiance avec quelqu'un qui va nous dire quand ça va, mais qui va également nous dire quand ça ne va pas. Qui va nous donner accès et qui va nous donner l'information pour que nous, également, on puisse travailler avec lui pour comprendre ce qui ne va pas et comment on peut le changer (GF14).

De plus, les répondants abordent des concepts tels que la motivation, la passion et la vision qui pousseraient les entrepreneurs à démarrer un projet ou une entreprise. À cet égard, les répondants précisent qu'autant ces éléments sont souvent sources de motivation intrinsèque, autant il devrait idéalement y avoir un juste milieu entre cette dernière et la réalité contextuelle qui englobe, et parfois limite, la réalisation d'un projet ou l'exploitation d'une entreprise. Les extraits suivants démontrent d'ailleurs l'importance pour les bons entrepreneurs de trouver l'équilibre entre les passions qui les animent et le côté pratique du quotidien en affaires.

L'autre chose qu'on cherche à évaluer de manière très importante, c'est la motivation de l'entrepreneur. Pourquoi il fait ça? [...] On se méfie souvent des gens qui n'ont que de belles idées bucoliques parce qu'on fait du *business* et avoir une vision très sociale des choses, c'est bien. Mais il faut avoir envie. [...] Et ça, on ne le trouve que chez des gens qui ont une motivation personnelle extrêmement forte, extrêmement forte (GF14).

Un bon entrepreneur, c'est quelqu'un qui a une bonne vision de où il s'en va, de ce qu'il veut faire avec son entreprise. C'est rarement écrit. C'est rarement écrit, mais quand tu t'assois avec, tu le comprends (GF3).

Et qui a aussi une vision. Souvent ça va être quelqu'un qui n'est pas un *techi*, mais qui a quasiment plus l'idée de c'est quoi le besoin dans le marché. *Where is the pain? Then how do we solve the pain?* Et qui va avoir cette vision-là plus tôt et qui va avancer pour aller développer le produit nécessaire pour avoir du succès (GF6).

Je pense que c'est quelqu'un qui est capable de balancer à la fois, avoir une vision, avoir une détermination, et en même temps avoir un souci de faire arriver les choses dans son organisation. Puis aussi être un motivateur de son organisation. Ce sont les ingrédients principaux. Il faut être à la fois rêveur et à la fois très, très, pratico-pratique et discipliné (GF13).

Un entrepreneur qui gère en bon père de famille, ce n'est pas bon, parce qu'en bon père de famille, il va prendre des décisions plus émotives. Et une décision émotive, des fois, ce n'est peut-être pas la bonne décision (GF20).

Alors le gars arrive avec un plan d'affaires. [...] C'était tellement clair. Sa vision était tellement claire. Et en même temps, non seulement sa vision était claire, mais il était capable de prendre sa vision et de l'attacher à des éléments concrets. On a beaucoup d'entrepreneurs qui viennent nous voir et qui ont des visions extrêmement fortes de l'industrie, de leur entreprise, de leur équipe, ... puis souvent, ce sont des mirages. La vision qu'ils ont, c'est strictement dans leur tête. Ils sont incapables de faire le pont entre ce qu'ils voient et ce qui se passe réellement sur le terrain. Pourtant, ces gens-là sont extrêmement convaincants. [...] On a eu quelques expériences ici avec des gens qui étaient triple doctorat. Ils connaissaient tout. Ils savaient tout sur tout. Puis à la fin, si leur entreprise ne marchait pas, c'est parce que le marché avait tort. L'image que je donnais c'est que ce gars-là, il a une vision tellement forte. C'est tellement claire son affaire. Lui, il regarde une carte, l'autoroute 15, c'est une ligne droite. Quand il arrive au Mont Gabriel, il prend le champ. Il est incapable de voir que la réalité ne se plie pas à sa vision du monde. Et on en a beaucoup de ça aussi et on est porté à donner beaucoup de valeur à ces gens-là parce qu'ils ont un

grand leadership, ils ont beaucoup de vision, ils connaissent très bien leur marché et connaissent très bien l'entreprise, mais ils sont incapables de s'arrimer à la réalité. [...] Moi, ce que je recherche, ce sont des gens qui ont de la vision, qui sont constamment capables de prendre leur vision et de la connecter avec la réalité tout le temps, tout le temps. [...] Oui, c'est le *fun* une vision. Mais une vision sans capacité d'exécution, ça s'appelle un mirage. Et ça, tu crèves dans le désert avec ça (GF7).

Également, les répondants stipulent que les bons entrepreneurs auraient non seulement une motivation intrinsèque qui les pousserait à avancer, mais seraient aussi capables de transmettre celle-ci à l'ensemble de leurs employés et partenaires d'affaires. Les répondants soulignent alors l'importance pour les entrepreneurs de faire preuve de leadership.

Leadership pour amener quelques choses, parce que ça ne se fait pas tout seul. Donc être capable de motiver les gens qui vont travailler avec lui ou avec elle (GF6).

D'abord, ça prend des gens qui ont de l'énergie et du charisme. S'ils n'ont pas ça en partant... Maintenant, ces critères-là sont extrêmement personnels, très individuels. Si tu veux bâtir une entreprise, il faut que tu aies, minimalement, ces deux facteurs-là. Il faut que tu sois très énergique, il faut que tu sois très charismatique. Si tu n'as pas ça, tu es mieux d'être employé parce que tout va finalement tomber sur toi et si tu n'es pas capable de convaincre tout le monde dans à peu près n'importe quelle circonstance, alors ça ne marchera pas (GF7).

Quant aux compétences et connaissances techniques devant être maîtrisées, les répondants précisent que pour être de bons gestionnaires, les entrepreneurs doivent avoir une fine connaissance non seulement de leur produit, mais également de l'ensemble des éléments contextuels liés au marché auquel ils souhaitent s'attaquer.

Souvent, ça ne changera pas grand-chose que la personne ait tel *background* ou pas. Ça va être plus c'est quoi notre *feeling*. Est-ce qu'il est transparent? Est-ce qu'il nous donne l'information qu'on veut? Est-ce qu'on est capable d'avoir les réponses? Est-ce qu'il y a une bonne pensée

stratégique? Est-ce qu'il sait ce qui se passe dans son environnement? Est-ce qu'il sait ses avantages concurrentiels vis-à-vis ses concurrents? Et est-ce qu'ils ont l'air de savoir où ils s'en vont? C'est vraiment ça qu'on essaie d'aller chercher et de comprendre (GF15).

Mais d'abord tu as besoin de quelqu'un qui a quelques choses à vendre. Il faut que ce soit quelqu'un qui a quelques choses à vendre, qui sache exactement ce qu'il vend, à qui, c'est quoi qui est bon là-dedans, pourquoi quelqu'un devrait acheter ça et qu'il a une idée de ce qu'il va faire avec ça. Il faut qu'il soit capable de transmettre des idées-là à du monde qui vont avoir envie d'acheter cette idée-là et de travailler avec. [...] Et être à la bonne place au bon moment, ce n'est pas mauvais non plus. Ça aussi, c'est une qualité. Être en avance sur son marché, ce n'est pas une qualité. Il y a bien des gens qui ne comprennent pas ça. On est avance sur le marché... alors tu l'as dit, peut-être qu'on pourrait attendre que le marché soit là. Ce ne serait pas fou non plus. Parce que quelqu'un qui va faire la même affaires que toi avec le bon *timing*, il va sauver les cinq ans de perte en arrière et peut-être les deux faillites qui vont venir entre les deux. C'est un pensez-y bien. Ce n'est pas fou! Il y a toujours une gloire à être le premier, mais c'est de la vanité à la fin. Il faut que tu sois là au bon moment (GF7).

Et on va chercher aussi quelqu'un qui a une très bonne connaissance de son marché. [...] C'est sûr qu'on va rechercher quelqu'un qui connaît bien son marché, connaît bien sa concurrence, connaît bien ses coûts de production, ... (GF9).

Au-delà des connaissances et des compétences devant être détenues par les entrepreneurs, il semble primordial que ces derniers soient également conscients de leurs propres limites. Les répondants soulignent alors l'importance pour les entrepreneurs de s'entourer de personnes maîtrisant les domaines dans lesquels ils ne sont pas eux-mêmes experts, tel qu'exprimé dans les extraits suivants.

Plus la compagnie est petite et plus le secteur est volatil, encore une fois, les membres du conseil d'administration deviennent très importants. Donc est-ce que tu as su t'entourer de gens compétents qui vont te questionner? Et est-ce que tu as su attirer des gens compétents sur ton conseil d'administration? Donc ça aussi, ça va jouer beaucoup. Si c'est une gang d'inconnus ou, au contraire, dans ta biotech, si tu as six Ph.D. sur ton C.A., les chances sont qu'eux autres vont te poser des

questions que moi, je ne suis pas capable de te poser parce que je ne suis pas un expert dans cette molécule-là. Le conseil d'administration est très important. On le regarde toujours de près (GF1).

Mais c'est quelqu'un qui va aussi s'entourer dans les différentes fonctions de l'entreprise. Avec des gens qui vont être peut-être un peu moins entrepreneurs, un peu plus gestionnaires, pour lui amener de l'information pour qu'il puisse prendre des bonnes décisions. Parce que souvent, ce qui arrive, c'est que les entrepreneurs sont très intuitifs. Puis ils vont prendre des décisions sur de l'information qu'ils pensent, mais qu'ils n'ont pas. Ou de la mauvaise information. Ils n'ont pas les bonnes données pour prendre leurs décisions. Donc les meilleurs entrepreneurs, ce sont vraiment les gens qui vont s'appuyer sur des cadres solides avec qui ils vont partager les décisions, et qui vont les écouter. Et à la fin, ils vont être capables de trancher. Parce que ça prend tout le temps quelqu'un, je pense, qui tranche à la fin. Puis si tu veux que ça avance, il ne faut pas toujours que ce soit comme en réflexion, puis en comités et tout ça, mais qui va quand même consulter. Et qui va s'entourer à l'interne et à l'externe (GF3).

Sa capacité à s'entourer des bonnes personnes pour justement venir combler ses faiblesses. Tant à l'interne qu'à l'externe, c'est de voir si les personnes sont conscientes de leurs forces et faiblesses, et s'ils vont chercher les personnes qui vont les combler (GF10).

Et qui s'entoure de gens compétents. [...] Donc quelqu'un qui s'entoure de bon monde, qui n'a pas peur d'aller chercher du monde plus fort que lui. Et qui va respecter la décision des gens plus forts que lui. Le président qui s'engage un méga *CFO* et quand le *CFO* dit, on ne fait pas cette dépense-là, il faut qu'il soit capable de dire ok, je l'ai engagé, il est meilleur que moi, je ne la fais pas. [...] Est-ce qu'ils sont capables d'être entourés et de prendre des conseils? Est-ce que c'est une équipe complémentaire ou si c'est un *one man show*? Si c'est un *one man show* et qu'il est malade ou qu'il se fait frapper dans la rue, qu'est-ce qu'on fait? Moi, je ne suis pas un opérateur. Il y a plein de choses comme ça qu'on doit collecter comme informations (GF19).

En plus de la capacité à s'entourer de personnes compétentes et complémentaires, les répondants précisent que l'absence, ou la présence, d'une relève permettant d'assurer la gestion future de l'entreprise serait également considérée comme un facteur lié au capital humain et influençant le niveau de risque attribué au dossier.

On a un actionnaire âgé. La relève, on ne pense pas qu'elle est de calibre pour prendre ça. On va dire qu'on voit un risque là. Alors toi, management, dis-moi c'est quoi ton plan de match. Parce que si toi tu n'es plus là, que tu es âgé ou peu importe la raison, tu tombes malade, tu décides de te retirer, c'est quoi ton plan de match? Et là on va évaluer ton plan de match (GF11).

Qui est là comme relève aussi? C'est important, les gens qu'on regarde en ce moment, quand on voit que les dirigeants vieillissent, alors tu veux être sûr quand même qu'il y a une certaine relève dans l'équipe. Que ce soit, encore une fois, au niveau technique, au niveau ventes, un peu partout, ... qu'il y ait quand même un bon équilibre (GF12).

Ultimement, selon les répondants, les capacités de gestion des entrepreneurs se reflèteraient d'abord et avant tout dans les résultats qu'ils ont été capables de générer jusqu'à maintenant dans leur entreprise ainsi que tout au long de leur carrière entrepreneuriale.

Quelqu'un qui gère déjà une entreprise depuis 10 ans ou 5 ans, donc qui a des performances qui sont démontrées, on investit à un temps t parce qu'il y a un nouveau projet, on peut déjà assumer que si la personne s'est rendue jusque-là, elle a un minimum de qualités de gestionnaire et de manager et de leader d'hommes qui sont avérées. [...] Donc la réputation de l'entrepreneur, elle existe. Évidemment, ceux qu'on ne connaît pas, on la découvre. Mais certains ont déjà une certaine aura, ou une certaine réputation. Ils ont déjà fait de l'argent. Ce qu'on appelle des *serial entrepreneurs*. Il y a certaines personnes qui vendent des casseroles, des autos ou des logiciels complexes, et ces gens-là vont réussir parce qu'ils ont ce qu'il faut pour. C'est difficilement explicable (GF14).

Bien que non quantifié financièrement, le capital humain lié à l'entrepreneur ou au principal dirigeant d'une entreprise semble occuper une place prépondérante dans le processus d'évaluation d'un dossier par les répondants.

En bout de ligne, le bout informel de ça, c'est que quand on aime l'entrepreneur... Moi, je peux prendre n'importe quelle analyse financière qui a été faite ici et je peux toujours trouver des raisons de le faire et des raisons de ne pas le faire. Ça demeure une question

d'appréciation personnelle. Est-ce qu'on pense qu'on a une bonne entreprise, oui ou non. La perception qu'on va avoir de l'entrepreneur, qu'on a dès le début, teinte tout le reste du processus. Tout le processus d'analyse est teinté par la vision qu'on a de l'entrepreneur (GF7).

Ainsi, les caractéristiques rattachées à l'entrepreneur, ou au principal gestionnaire de l'entreprise évaluée, occupent une place très importante dans l'analyse effectuée par les répondants, allant même jusqu'à soutenir la décision d'octroyer ou non le financement demandé.

4.3.3.2 *Équipe de direction*

En complémentarité de l'analyse portant sur l'entrepreneur ou le principal promoteur du projet, les répondants affirment qu'ils considèrent également la qualité de l'équipe de direction comme un facteur important pouvant avoir un impact non négligeable sur la faisabilité dudit projet et, par conséquent, sur l'acceptation du financement ou de l'investissement demandé.

Quand on se plante dans des investissements, ou quand ça va bien dans des investissements, on fait des *post mortem*. Puis on essaie d'identifier qu'est-ce qui a bien été et qu'est-ce qui a moins bien été et où on s'est plantés (sic). Et ce qui ressortait le plus souvent, c'était l'évaluation du capital humain, qui était une des raisons où on avait des échecs. Et quand on avait des succès, ce qui avait fait la différence, c'est parce qu'on avait une bonne équipe de direction. Et quand on s'était plantés (sic), pourquoi on s'était plantés (sic)? C'est qu'on avait une mauvaise équipe de direction (GF3).

Moi, ça fait 20 ans que je fais du capital de risque au Québec. J'ai fait beaucoup d'argent dans des technologies très ordinaires, mais avec du management incroyable. Et j'ai perdu beaucoup d'argent dans des technologies extraordinaires avec du management très faible. Donc le critère premier, c'est le management (GF19).

En ce sens, l'analyse effectuée par les répondants porterait d'abord sur les compétences détenues par les membres de l'équipe de direction. « On cherche des gens,

naturellement, qui sont des experts dans leur domaine respectif » (GF9). De plus, il semble que l'analyse ne viserait pas uniquement la formation académique, mais également l'expérience acquise en gestion.

Ça prend des aptitudes en gestion, c'est-à-dire au moins posséder les notions de base sur qu'est-ce qu'un bilan, un état des résultats au niveau du financier, mais aussi au niveau des ventes, au niveau de tout ça. Ce qui est plus notre risque de gestion qu'on appelle les qualités de gestion (GF10).

Toutefois, les répondants précisent qu'ils ne procèdent pas à une analyse exhaustive de la formation académique de chaque personne occupant un poste de direction, puisque « s'il a eu le titre, normalement c'est parce qu'il avait le diplôme et qu'il a livré la marchandise. Sinon, il ne serait pas en place » (GF1). Ainsi, à moins d'indications contraires à cet effet, les répondants considéreraient que les gestionnaires occupent leur fonction justement parce qu'ils détiennent les compétences requises par le poste.

La partie universitaire, je la mets de côté parce que... bien sûr, évidemment, il y a beaucoup d'autodidactes. Mais a priori, c'est un point de départ standard. La plupart du temps, on a en face de nous des gens que s'ils sont à ce stade-là de leur vie professionnelle, ils ont en général un diplôme universitaire lambda qui les a amenés à exercer précédemment, à progresser dans un organigramme, à être des fois contremaître puis directeur des opérations puis directeur général puis *CEO* par exemple. Donc ils ont un diplôme universitaire. Il peut être intéressant de voir s'ils sont allés chercher plus loin en cours de route un MBA ou quelque chose comme ça, de manière à démontrer qu'ils avaient une certaine suite dans les idées. Quelqu'un, par exemple, qui est un ingénieur et qui a une expertise technique très forte, qui en cours de route va chercher un MBA, puis qui plus tard crée une entreprise et la développe, le jour où il se présente, ce gars-là, il sait déjà vers quoi il s'en va. Ça, ce sont d'excellents signes par exemple. Mais la formation universitaire, c'est... *it's a given* (GF14).

Dès lors, il semble que l'analyse viserait davantage à déterminer la complémentarité des compétences détenues à l'intérieur de l'équipe de direction.

Donc on va regarder les compétences. Exemple, si j'ai uniquement des comptables aux fonctions de président, finances, ventes et production, ... ça se peut que je pose un peu de questions. [...] En fait, un des critères, on va évaluer le management. On va faire une petite évaluation et voir un peu la complémentarité de l'équipe (GF11).

Ce qu'on évalue, c'est une complémentarité d'expériences, de personnalités ou de comportements personnels, donc d'attitudes et de compétences dans le domaine concerné (GF14).

Selon les répondants, l'adéquation des compétences détenues par les gestionnaires par rapport aux fonctions rattachées aux différents postes ferait également l'objet d'une analyse sommaire.

Après ça, tu peux rentrer dans le *background* académique, mais ce n'est pas toujours un bon discriminant. Ce n'est pas toujours un bon discriminant parce qu'à la fin, ce que tu veux, c'est... ça dépend du contexte. Es-tu en contexte de continuité? Es-tu en contexte de transformation? Il doit y avoir une adéquation des habilités de la personne avec les *challenges* du poste (GF7).

Au-delà des compétences et expériences détenues par l'équipe de direction, les répondants précisent que les réalisations passées accomplies par ces individus seraient alors considérées comme un certain gage de leur réussite future.

On essaie de bien saisir par entrevue, en discutant avec le client, le management, la capacité de gestion du management, ses expériences. [...] Sa formation, son expérience dans le secteur, l'expérience dans l'entreprise, ... et ce sont les résultats de l'entreprise à date qui témoignent de la capacité du gestionnaire (GF8).

C'est sûr que la formation amène quelque chose là-dedans. Une organisation, quand on essaye d'évaluer qu'est-ce qu'une direction, une organisation, a fait et tu regardes ses résultats, alors ça te dit déjà quelques choses sur quel genre de personnalité que tu as. Ils ont livré, ils ont fait ce qu'ils avaient à faire, ils ont le souci d'exécution opérationnelle, etc. Ça finit par paraître dans les chiffres. C'est ça le score de leur façon d'être. Alors des gens qui ont une formation, ils ont tendance à être plus structurés, plus organisés, ils connaissent davantage

l'importance d'organiser le présent et d'organiser l'avenir aussi. Et puis donc, indirectement oui, la formation c'est important. Mais ce que l'on recherche dans le fond, l'expérience passée et ce qu'ils ont été capables de faire, plus souvent qu'autrement, c'est le gage de qu'est-ce qui va s'en venir. À 90 %, ça fait la preuve de ce que tu as besoin de savoir pour ce qui va s'en venir. Alors c'est important de comprendre l'expérience des gens et ce qu'ils ont accompli et comment ils l'ont accompli. Ça nous en dit beaucoup (GF13).

De plus, quant à l'expérience passée de l'équipe de direction, les répondants stipulent que leur analyse porterait autant sur les réussites que sur les échecs vécus par les gestionnaires de l'entreprise évaluée.

Certainement l'expérience, donc la feuille de route, le type de *background* aussi. Et quand je dis la feuille de route et l'expérience, je veux dire bons coups et moins bons coups. Donc réussites et échecs, qu'est-ce qu'ils ont fait avant, où est-ce qu'ils étaient et qu'est-ce que ça a donné? Leurs forces et faiblesses qui découlent de ça (GF8).

Si tu prends du recul à 30 000 pieds d'altitude, en capital de développement, moi, l'image que je faisais de ça c'est que je disais... Imagine la 2^e Guerre Mondiale. Tu as une tranchée et ceux qui ont passé la tranchée, ceux qui ont passé la ligne de feu et qui ont survécu, on a tendance à penser que ce sont les *winners*. Donc on voudrait les financer eux autres. Mais il y a aussi de la chance. C'est que tu ne maîtrises pas tous les facteurs. Ce n'est pas parce tu es tombé que tu n'étais pas bon, et ce n'est pas parce que tu es passé que tu étais bon (GF7).

Finalement, les répondants affirment qu'il est primordial que les membres de l'équipe de direction partagent une vision commune de l'entreprise et des objectifs poursuivis par l'exploitation de cette dernière.

Puis on va même, dans des plus gros investissements, regarder la synergie de l'équipe, la complémentarité de l'équipe, la synergie. Est-ce qu'ils sont tous alignés sur les mêmes objectifs? Ou bien ils travaillent en silo? Ça oui, ce sont des choses qu'on va regarder (GF4).

Comment je vais évaluer que tu fais ce que je veux que tu fasses? Ça, c'est super important et c'est souvent le bout qui est négligé parce qu'on est entrepreneurial. On ne s'embarrasse pas avec des affaires de même; on est agile. C'est le *fun* être agile. Tu peux être agile, mais fais-tu la bonne affaire? Je peux bien courir le mile en deux minutes, mais si je ne le fais pas du bon bord, ça ne nous avance pas beaucoup. Tous du même bord, c'est bon aussi. Donc oui, c'est crucial. La reconnaissance des forces et des faiblesses de chacun au sein d'une équipe, pour arriver à ça, ça te prends une équipe qui est cohésive, qui est capable de parler des vrais enjeux, des vrais apports, des vrais trucs à améliorer. Si tu réussis à avoir cette dynamique-là dans l'équipe, la dynamique que tu as dans l'équipe de direction, tu peux penser qu'elle va raisonnablement descendre à la strate d'en-dessous (GF7).

Alors ça, ça fait une différence et de voir d'une personne à l'autre, comment ils nous expliquent la vision qu'ils ont de l'entreprise, voir la cohérence à travers ces différentes personnes-là, comment ils nous l'expliquent. Quand tout le monde dit la même chose, tu es sûr, c'est facile, ça va bien. Mais quand c'est exprimé de façon un petit peu différente ou que ce n'est pas clair, les emphases [*sic*] ne sont pas aux mêmes places quand ils nous parlent de l'entreprise dans son ensemble. Alors là, tu te poses des questions. Si tout le monde comprend la même chose, ils rament dans le même sens (GF13).

À l'instar de l'importance accordée à l'entrepreneur, l'analyse effectuée par les répondants prend également en considération la qualité de l'équipe de direction. Les caractéristiques rattachées à cette dernière joueraient aussi un rôle décisif dans l'acceptation d'un dossier, puisque la qualité de l'équipe de direction risquerait alors d'avoir un impact non négligeable sur la faisabilité même du projet à financer.

4.3.3.3 *Employé clé*

Selon les répondants, les principaux employés clés dans les entreprises analysées occuperaient habituellement des postes de direction. Cela dit, il serait également possible que d'autres types d'emplois soient considérés comme une fonction clé dans l'entreprise.

Mais encore une fois, ça peut être aussi parfois un employé, juste un employé clé qui n'est pas dans le management, mais qui a une compétence personnelle ou une expérience personnelle qui est très très très différente. Dans certains domaines techniques, ça peut arriver (GF14).

Un employé clé, c'est quelqu'un qui va avoir une responsabilité plus importante que dans son champ d'expertise, c'est-à-dire dans la fonction de l'entreprise. Pour moi, ça, c'est un employé clé. Comme un contremaître, comme un directeur des finances, comme un directeur des ventes, ce sont des employés clés. Mais tu peux aussi avoir des employés clés à un autre niveau. Le président, il faut qu'il soit entouré de bonnes personnes de confiance. Et ce sont eux, ces personnes clés là, à qui il va se référer et qui vont amener des idées, des solutions ou qui vont consulter, qui vont se *challenge* entre eux (GF20).

Par ailleurs, les répondants précisent que les employés clés, occupant un poste de direction ou non, représentent habituellement un facteur de risque pour l'organisation qui les emploie. Cependant, ce risque pourrait être réduit considérablement lorsque des mécanismes permettent d'assurer la rétention des employés clés. En ce sens, la présence d'employés clés serait également perçue par les répondants comme un élément de plus-value.

Je vous dirais que c'est un employé que si jamais il quitte, ça augmente le risque de l'entreprise. Je vous donne un exemple. Si j'ai une entreprise en technologie de l'information et que j'ai un employé qui a une expérience ou une connaissance unique, qui fait que si je perds cet employé-là, je perds mon avantage concurrentiel face à ma compétition, c'est sûr que c'est un élément de risque que je vais identifier clairement. Et je vais essayer de voir, en discutant avec l'entrepreneur, c'est quoi son plan de match pour atténuer ce risque-là (GF11).

C'est assez fréquent qu'on voit ça, des dépendances envers certains employés clés. Dans ces cas-là, oui, ça peut être un élément de risque. C'est très clair. Et on essaie de suggérer des pistes afin d'atténuer ce risque-là dans le temps. Mais au départ, comme il est souvent juste identifier et que les mesures ne sont pas en place, c'est un élément qui va venir affecter, dans bien des cas, notre prime de risque (GF16).

On a besoin d'avoir cerné, avec le président, comment il s'assure que cette personne-là ne quitte pas. Alors ça peut être son plan de bonification. Ça peut être des conditions d'emploi qui font en sorte qu'il ne gagnerait jamais mieux sa vie que dans cette entreprise-là s'il s'en allait ailleurs (GF9).

Selon les répondants, le rôle occupé par les employés clés serait d'une importance telle que l'absence de mécanismes de rétention assurant leur maintien en poste dans l'entreprise pourrait se traduire par un refus de la demande de financement, et ce, même si les autres analyses effectuées s'avèrent plutôt favorables.

Oui, j'essaie d'identifier les personnes clés et de comprendre comment l'entrepreneur s'assure de les garder. Est-ce qu'il y a des programmes de rétention? Est-ce qu'il valide ses conditions de travail avec des *benchmarks* de marché? Oui, on va poser la question. [...] S'il y avait vraiment une entreprise où il y a un employé non actionnaire qui est clé... et même s'il était actionnaire, il peut être tassé, il peut être mis à pied pareil. Être actionnaire et être employé, ce sont deux notions différentes. Mais s'il y avait vraiment un cas où si lui part, on est dans la chnoute (sic), alors je vais adresser le problème avec le propriétaire. Comment tu retiens cette personne-là? Et si ça me rend tellement mal à l'aise, ça se peut que je n'embarque pas. Mais c'est assez rare (GF4).

Mais ce gars-là, tout le monde le veut. C'est lui qui fait l'entreprise parce que c'est le gourou de la programmation et le logiciel n'existerait pas sans lui. Je ne rentrerai pas dans l'entreprise si ce gars-là n'est pas significativement associé. C'est-à-dire que si l'entreprise se plante ou s'il s'en va, il a quelque chose d'important à perdre. Moi je veux l'attacher, et vraiment le terme attacher, à l'entreprise (GF14).

En ce sens, le niveau de risque rattaché à la présence d'employés clés détenant un savoir-faire spécifique devrait être diminué par la mise en place de moyens de rétention de ceux-ci au sein de l'entreprise évaluée, sans quoi, le dossier risquerait d'être refusé par les répondants.

4.3.3.4 *Caractéristiques associées à la main d'œuvre*

Quant à l'ensemble de la main d'œuvre, les répondants précisent que leurs analyses portant sur cet aspect du capital humain sont habituellement limitées en termes de profondeur puisque celles-ci traiteraient dans une plus large mesure de la qualité de l'entrepreneur ainsi que de l'équipe de direction.

Au niveau main d'œuvre, c'est difficile d'être critique à ce niveau-là. Comme je disais, ce sont des entreprises, ce sont des multinationales énormes, dans lesquelles on investit. Typiquement, on prend pour acquis que leur main d'œuvre est qualifiée (GF18).

Cependant, le niveau de spécialisation requis par les différents corps d'emploi pourrait avoir un impact sur l'analyse effectuée par les répondants. En ce sens, plus le niveau de spécialisation requis est élevé, plus il semble primordial pour les répondants de s'assurer de la possibilité pour l'entreprise d'avoir accès à la main d'œuvre nécessaire à son exploitation, voire à sa croissance.

Donc si les gens ont besoin de ressources spécialisées, est-ce qu'il y a une capacité à aller les chercher? Est-ce qu'il y a un bassin de main d'œuvre à proximité? Sinon, est-ce qu'il peut aller en chercher? Est-ce qu'il y a une capacité facile soit pour les former ou les recruter? (GF10)

Ça fait partie de notre analyse de départ. Si les compétences qui sont nécessaires pour que cette entreprise emploie des gens sont extrêmement rares, extrêmement complexes, ça peut être un frein à notre analyse. Notre attention va être attirée par le fait que ce sont des compétences extrêmement complexes. Est-ce qu'on est dans un bassin, ou proche d'un bassin, qui permet d'y avoir accès ou pas du tout? Si c'est l'enfer à chaque fois que l'on veut recruter quelqu'un, c'est un frein naturel à la croissance de l'entreprise, et donc à la création de valeur pour nous. Donc est-ce que vous êtes au bon endroit? Est-ce qu'il ne faudrait pas que vous vous installiez ailleurs? Qu'est-ce qu'on fait pour compenser ça? Est-ce qu'on a un *partnership* particulier avec une université pour faciliter certaines formations? Est-ce qu'on forme nous-mêmes des gens? Il faut qu'on le comprenne à l'avance. Et est-ce qu'il y a un coût associé à ça? Il faut qu'on en tienne compte (GF14).

Dès lors, il semble qu'un problème d'accès à une main d'œuvre qualifiée risque d'avoir un impact potentiel sur la rentabilité actuelle et future de l'entreprise et, indirectement, sur l'analyse financière réalisée par les répondants.

Ça se peut qu'il y ait une pénurie de main d'œuvre. Donc ça, on l'adresse, mais sans calculer. Pour nous, c'est plus un coup d'opportunité. Si tu n'as pas de main d'œuvre, il y a des revenus que tu ne feras pas (GF2).

De plus, les répondants soulignent l'importance pour une entreprise de motiver l'ensemble de sa main d'œuvre, de manière à créer un sentiment d'attachement chez leurs employés, limitant par le fait le roulement du personnel. L'atteinte, le maintien puis le dépassement du niveau de rentabilité espéré en seraient alors facilités.

Et il faut mobiliser. Il faut que les employés soient mobilisés dans un but commun. Si les employés ne sont pas mobilisés, s'ils ne travaillent pas dans un but commun, ça nuit à l'entreprise, ça nuit à la productivité de l'entreprise, ça nuit à sa capacité à croître, ... (GF20).

Mais tu as des entreprises où il y a des métiers ultraspécialisés, qui sont plus importants que d'autres. Et tu en as que ce sont des manœuvres. Tu as des endroits où c'est Joe, ou Jack, ou ça peut être n'importe qui, il va faire la job. Au bout de deux jours, il va être aussi fonctionnel. Et tu as d'autres corps de métier dans une usine... les soudeurs, gardes-les parce qu'ils sont durs à remplacer en s'il-vous-plaît! Une firme d'ingénieurs, ou une firme d'arpenteurs géomètres, le seul capital qui est important, c'est humain. Donc là, on va pousser. Les conditions de travail, comment tu t'assures de garder les gens. Une firme de développement de jeux vidéo, c'est assez important ta créativité. Si tu as eu du succès, comment tu t'assures que les gens restent là. D'ailleurs, ils en sont conscients, les propriétaires. La machine à jus, la table de billard, ... Tu rentres dans une boîte de même, l'ambiance est totalement différente. Donc oui, on va être sensibles à ça, parce que c'est important (GF4).

Sinon, on va regarder aussi la fiabilité, la permanence des employés, ... Est-ce que ça fait longtemps qu'ils sont là? S'il y a une bonne ambiance et qu'ils sont heureux, habituellement, ils vont rester là. Mais si c'est une tâche qui est plus répétitive et qui demande moins de qualification,

alors des fois le risque, c'est qu'il y ait beaucoup de rotation de personnel à ce niveau-là. Donc ce n'est pas le *fun*, pour n'importe quelle entreprise, de savoir que tu vas toujours avoir une rotation de main d'œuvre. Donc dans ce type d'entreprise-là, on va regarder si les gens, en général, ça fait longtemps qu'ils sont là (GF12).

Quant au taux de roulement, les répondants précisent que celui-ci peut être perçu comme un facteur de risque, tout comme un facteur de création de valeur, dépendamment des circonstances entourant l'exploitation de l'entreprise analysée.

En fait, le taux de roulement, ça peut être considéré comme deux choses, soit les gens qui quittent, soit les gens qui arrivent. Une compagnie qui est toujours en croissance peut sembler avoir un taux de roulement qui a de nouveaux arrivants. Donc ce n'est pas nécessairement négatif. Mais qu'il y ait beaucoup de départs, c'est là que ça peut être très négatif. C'est sûr et certain que c'est tenu en compte. Mais est-ce que c'est quantifiable? Ça fait partie de l'analyse de risques dans son ensemble (GF21).

En somme, l'analyse des caractéristiques liées à l'ensemble de la main d'œuvre serait limitée en termes de profondeur et serait effectuée globalement par les répondants. Celle-ci serait alors concentrée sur la qualité de l'entrepreneur et de l'équipe de direction.

4.3.3.5 *Entreprise*

Au niveau de l'entreprise dans sa globalité, les répondants affirment que l'évaluation du capital humain touche d'abord la qualité du climat de travail, sans toutefois qu'une analyse détaillée de celui-ci soit réalisée.

Ce sont les efforts qui sont faits pour maintenir les ressources humaines en place et garder un bon climat de travail. [...] Climat de travail, c'est sûr qu'on en parle pour savoir comment ça va, c'est quoi les relations de travail, climat, on les voit réagir. Mais c'est vraiment rien de formel comme démarche d'évaluation (GF8).

Selon les répondants, une attention particulière devrait également être portée sur les conditions de travail, non seulement pour s'assurer du respect et du bien-être des employés, mais également pour valider que les conditions offertes sont égales ou supérieures à celles prévalant sur le marché pour les entreprises du même secteur.

Une des particularités de [nom de l'employeur], c'est d'investir dans des entreprises où les employés sont bien respectés, les conditions de travail sont bonnes, etc. Donc c'est une analyse qui doit être faite avant chaque investissement. Et quand l'investissement est soumis aux autorités ici, il y a un document qui fait état de toutes les conditions de travail des employés, de la qualité de la main d'œuvre, de façon générale, syndiquée, non syndiquée, conflits de travail antérieurs, ... Donc il y a un jugement qui est porté sur la qualité des employés et la satisfaction des employés, de façon à s'assurer qu'on ne rentre pas dans cette entreprise-là et qu'il y a des problèmes de grève à court terme ou d'autres problèmes qui peuvent nuire à la production. Donc oui, on s'assure que l'équipe est stable et en bonne santé (GF16).

Ainsi, les répondants précisent que leurs analyses devraient traiter des aspects reliés à la présence d'un syndicat, ce qui permettrait habituellement d'établir les conditions de travail offertes dans l'entreprise, tout en jetant un regard sur la qualité des relations de travail qui prévalent entre les employés et la direction de l'entreprise analysée.

Dépendamment du niveau, mais je vais toujours m'attarder aux conditions de travail dans la *business*. As-tu un syndicat? As-tu un syndicat de boutique? As-tu des manuels de l'employé? As-tu des politiques claires? Ça, je vais m'intéresser à ça parce que ça me décrit le climat. C'est quoi le nombre de blessures que tu as eues? Ton taux de roulement? Ce sont des questions qu'on va poser. Un, pour savoir, est-ce qu'il est en contrôle? Est-ce qu'il le sait? Est-ce qu'il la connaît, sa *business*? Et il n'y a pas une bonne réponse. Qu'il y ait un syndicat ou pas, ce n'est pas ça qui fait que j'y vais ou que je n'y vais pas. S'il me dit, je n'ai pas de syndicat. J'ai un livre de procédures et tous les employés l'ont. C'est clair, l'organigramme est clair. Ok, c'est beau. [...] Je veux comprendre la *business*. Chaque *business* est différente. Chaque structure peut être bonne ou mauvaise. Il faut juste prendre le temps de dire : je veux la comprendre, puis est-ce qu'il y a des risques là-dedans? (GF4)

Principalement, les répondants stipulent que l'essentiel de leur analyse vise à valider que les employés sont traités adéquatement, ce qui entraînerait par le fait même un haut niveau de satisfaction au sein de la main d'œuvre.

De dire qu'on a devant nous quelqu'un qui a le souci de ses employés, qui leur donne des conditions d'emploi favorables par rapport à l'externe, qui ne paye pas d'*overtime* parce que les gens ont des horaires flexibles, ils aiment le *boss*, la compagnie, le contexte de travail, les autres petits avantages qu'ils peuvent avoir... Et finalement, ça aussi ça finit par se traduire dans les résultats (GF9).

Ainsi, la valorisation de l'entreprise serait indirectement affectée par la qualité du climat organisationnel et des relations de travail par le biais des résultats d'exploitation plus ou moins élevés qui en découleraient; ces résultats servant ensuite de fondements aux méthodes traditionnelles d'évaluation basées sur l'exploitation.

4.3.3.6 *Innovation*

Selon les répondants, le stade de développement d'une innovation aurait un impact non seulement sur la valeur établie pour l'entreprise qui la développe, mais également sur le fait d'accepter de procéder à l'analyse d'un dossier de financement.

À l'idée brute, on n'est pas là. Il faut qu'il soit relativement proche de la commercialisation pour que ça nous intéresse. De toute façon, une idée brute, ça vaut combien, ça? (GF2)

Essentiellement, en matière d'innovation, les répondants considèrent qu'il serait impossible d'évaluer l'apport du capital humain dans le développement de celle-ci de manière à lui attribuer une valeur financière puisque la valorisation globale d'un tel actif intangible reposerait sur une multitude de facteurs, parfois liés au capital humain, parfois pas.

Les compagnies en capital de risque tendent à être déficitaires, d'où les multiples rondes de financement dont elles ont besoin parce que ce sont des compagnies en très forte croissance. Moi, j'aime toujours utiliser l'analogie suivante : c'est à peu près de choisir un enfant de cinq ans et décider qu'il va être aux olympiques à douze ans et de tout faire pour l'amener aux olympiques à douze ans. C'est certain qu'en choisissant une centaine d'enfants, on en aurait peut-être juste un ou deux qui pourraient vraiment performer. Les autres, probablement pas. Donc on prend des compagnies qui sont dans des stades très, très jeunes et on essaie de voir lesquelles là-dedans pourraient être le prochain Google, le prochain Facebook. C'est plus un art qu'une science. Il y a certains éléments qu'on contrôle, mais il y a une grande partie là-dedans qu'on ne contrôle pas. Ce sont souvent des investissements qui sont faits bien en avance sur même l'existence d'un marché. Donc c'est assez difficile d'évaluer la valeur d'une entreprise qui a un produit qui n'est pas encore développé dans un marché qui n'existe pas encore (GF17).

Dès lors, le haut niveau d'incertitude liée à l'aboutissement et à la commercialisation de telles innovations limiterait les possibilités de décortiquer leur valeur et, par le fait même, d'isoler la portion de celle-ci attribuable uniquement au capital humain.

4.3.4 Impact du capital humain dans l'évaluation globale

Après avoir identifié les caractéristiques du capital humain prises en considération par les répondants du profil GF, il semble pertinent de déterminer l'impact de celles-ci sur le processus d'évaluation d'une demande de financement ou d'investissement.

4.3.4.1 Importance accordée au capital humain

Dans le cadre de l'analyse d'un dossier, les répondants précisent que leur attention porterait principalement sur l'entrepreneur et/ou sur l'équipe de direction puisque ce sont habituellement ces individus qui seraient considérés comme les réels porteurs du projet devant être financé.

Dans les PME, l'actionnariat et le management, c'est ça qui *drive* la compagnie. Parce qu'en fin de compte, il a beau être fin celui qui est dans le bas de l'échelle, il ne décide rien. [...] Les compagnies, c'est ça. Il y a quelqu'un qui dirige. Donc c'est sur eux autres qu'il faut focusser (sic) (GF2).

La vérité, c'est que l'évaluation du capital humain, elle est pour nous essentiellement au niveau du management. Assez peu au niveau de la main d'œuvre. Non pas qu'on déprécie ou qu'on sous-valorise la main d'œuvre, simplement on part du principe qu'on travaille dans un environnement géographique qui a accès à un bassin de main d'œuvre λ , et donc on part du principe que l'entreprise a aujourd'hui une main d'œuvre X et qu'il y a un *turnover* naturel qui fait qu'on peut la remplacer. Mais le facteur essentiel pour nous, c'est le porteur de projets. Donc ça va être le *CEO* ou le directeur de production éventuellement, le directeur financier et le directeur des ventes. Je dirais entre 4 et 5 personnes. Mais avec une prépondérance du *CEO* (GF14).

En ce sens, à moins de caractéristiques très spécifiques, les répondants affirment que le reste de la main d'œuvre n'aurait que peu d'impact sur l'évaluation d'une entreprise. Les coûts rattachés aux employés seraient alors considérés au même titre que les autres types de coûts liés à l'exploitation de l'entreprise.

[Le reste de la main d'œuvre], on ne lui accorde pas plus de valeur que le coût des matières premières. À moins que la nature de l'entreprise, soit peut-être une entreprise qui fonctionne par contrats, toujours des produits non standards qui sont *custom*. Là, effectivement, on va passer plus de temps pour essayer de comprendre le coût des ventes dans son ensemble, qui va inclure le coût de la main d'œuvre (GF9).

Selon les répondants, tous les types de dossier nécessiteraient une analyse approfondie au niveau de la direction de l'entreprise. Toutefois, le type de financement, le montant financé ainsi que le niveau de risque associé au projet pourraient avoir un impact sur la profondeur de cette analyse de l'équipe de direction.

On accorde toujours une importance. On va y aller plus en termes de véhicule d'investissement qu'on utilise et de montant. C'est ça qui va dicter, dans le fond, l'énergie qu'on va mettre à évaluer le capital

humain et l'importance relative qu'on va lui accorder. Donc un dossier de dette de 300 000 \$ dans une compagnie qui va bien, on va accorder beaucoup moins d'importance à l'évaluation du capital humain qu'une entreprise où on va mettre 10 millions et où on va acheter 40 % de la compagnie et qu'on espère faire du rendement avec. La nuance va plus aller en matérialité et en véhicule d'investissement qu'en termes d'industrie (GF3).

De plus, le type d'entreprise ainsi que le stade de développement de celle-ci influenceraient également la profondeur de l'analyse effectuée sur la direction ainsi que sur l'ensemble de la main d'œuvre, tel que démontré dans les extraits suivants.

Il faut comprendre que notre travail à nous, c'est d'évaluer le risque. Donc on va s'adapter, dans le fond, d'un client à l'autre. Quand je vais financer une bâtisse, une entreprise manufacturière, l'évaluation de ma main d'œuvre est un peu moins importante. Pas qu'elle n'est pas importante. Elle l'est. Mais elle est un peu moins importante. [...] On va la regarder toujours, mais je dirais que ça devient moins critique au niveau de l'analyse. Ça va orienter nos recommandations, mais je vous dirais que ça va avoir un impact moins important que, par exemple, une firme de génie conseil où je vends du temps. L'évaluation de mes ressources devient drôlement importante à ce moment-là (GF11).

Donc le management est toujours important selon moi. Mais oui, il y a des secteurs... Une entreprise établie depuis 20-30 ans, avec la même clientèle, ou qui fournit sur une base régionale, et qu'il n'y a pas vraiment de compétiteurs étrangers qui pourraient venir facilement... Tu te dis que c'est assez difficile de venir compétitionner (sic). Donc peut-être que tu vas regarder un petit peu moins le management. Mais encore là, si c'est un service, il faut qu'il y ait un bon service, que la clientèle soit satisfaite, ... C'est sûr que ça prend du monde qui vont se différencier. C'est difficile de ne pas le considérer. Mais oui, il y a des entreprises que tu te dis que c'est peut-être moins grave (GF12).

Je dirais que c'est plus important dans les entreprises moins matures. On parlait de la nouvelle économie, ou dans d'autres secteurs, mais des entreprises qui sont en phase de début de commercialisation, où l'équipe n'a pas fait ses preuves, alors là, ça va devenir un élément qui va être analysé de beaucoup plus près, que dans une entreprise qui opère depuis plusieurs années, où la haute direction est présente depuis des années et qu'ils ont fait leurs preuves (GF16).

En somme, les répondants précisent que leurs analyses porteraient principalement sur les compétences, les habiletés et les accomplissements de l'entrepreneur et des membres de la direction puisqu'ils considèrent ces derniers comme étant les réels porteurs du projet devant être financé et/ou de l'entreprise devant être exploitée.

4.3.4.2 Considération du capital humain

Tel que discuté à la section 4.3.1 et représenté à la figure 4.3, le capital humain serait principalement pris en considération par les répondants du profil GF lors de la réalisation des étapes de collecte d'informations, d'analyses préliminaires et de vérification diligente.

Premièrement, le capital humain aurait un impact lors de la collecte d'informations. En ce sens, les répondants précisent que les informations obtenues, notamment suite aux rencontres et discussions tenues avec l'entrepreneur et l'équipe de direction, pourraient indiquer la présence de risques spécifiques liés au capital humain. « Je dirais qu'en discutant avec l'entrepreneur, si on voit un risque particulier, alors là, on va creuser plus » (GF11). L'identification de tels risques devraient alors résulter en une analyse approfondie au niveau des ressources humaines. Dépendamment de l'ampleur du problème, les résultats de cette analyse pourraient entraîner diverses conséquences, allant même jusqu'au rejet d'un dossier.

Une fois qu'on a pris connaissance des chiffres, il y a le facteur humain qui prend toute sa dimension parce que dans le fond, ce qu'on veut, ce sont des gens crédibles et transparents et qui sont à l'aise de travailler avec nous. Il y a un intangible là-dedans qui fait en sorte que si ces ingrédients-là ne sont pas là, on va être pas mal moins à l'aise avant chacun des investissements, même si les données financières sont relativement favorables (GF13).

Deuxièmement, les répondants stipulent que le capital humain occuperait une place importante dans l'ensemble des analyses préliminaires effectuées, sans pour autant

faire l'objet d'une évaluation financière. L'impact du capital humain lors de cette étape résiderait une fois de plus dans l'identification de risques potentiels, de manière à déterminer si les dirigeants de l'entreprise sont, d'une part, conscients de ces enjeux et, d'autre part, aptes à pallier les lacunes ainsi ciblées.

Ce qu'on va faire, c'est une évaluation sommaire du management. Valider l'expérience, depuis combien d'années ils sont dans le poste, et complémentarité de l'équipe. Donc on va commenter, comme conseiller, un peu cette portion-là. Il n'y a pas de valeur. Il y a une cote de risque, mais il n'y a pas de valeur qui est attribuée. Il n'y a pas de valeur monétaire qui est attribuée à ça. [...] Après ça, je vais évaluer le marché, je vais évaluer le plan de match, je vais évaluer les équipements physiques, les installations physiques, ... Donc quand je vais évaluer ça, si je n'ai pas d'enjeux sur mes ressources humaines, alors je viens de cocher dans le fond que mon risque sur les ressources humaines n'est pas élevé. Donc ma cote globale est influencée indirectement (GF11).

C'est un facteur qui est pris en considération vraiment de façon qualitative, en disant, par exemple, cette entreprise-là a beaucoup de potentiel au niveau de tel ou tel produit, mais par contre, il y a des enjeux importants à certains égards. Mais on juge que la direction, à cause de la réputation de cette personne-là, à cause de ce qu'il a fait dans le passé, on a confiance en cette personne-là pour être capable de rencontrer ces enjeux-là, de régler ces enjeux-là et de faire une entreprise à succès avec ça. C'est comme ça qu'on va le considérer. Disons que ça va beaucoup atténuer certains risques qu'on peut voir dans l'entreprise (GF16).

Troisièmement, le capital humain serait également pris en considération lors de la réalisation de la vérification diligente. Une fois de plus, la qualité de l'équipe de direction de l'entreprise évaluée jouerait pour beaucoup dans l'acceptation d'une demande de financement.

Donc le management, c'est très important pour nous autres parce qu'on dit toujours, quand c'est non garanti, que notre garantie, c'est le management. Il faut avoir confiance en lui. Donc on a un processus assez important au niveau de la vérification diligente... humain. [...] Donc si on a trouvé que c'était des clowns au management, probablement qu'on ne le fera même pas, l'investissement. Donc le

capital humain est un *deal breaker* en fin de compte, d'une certaine manière (GF2).

En conclusion, malgré le fait qu'aucune valeur financière ne soit attribuée directement au capital humain, il appert que ce dernier occupe une place prépondérante dans le processus d'évaluation d'un dossier. Ainsi, lorsque l'analyse financière est favorable ou prometteuse, tous les répondants du profil GF ont affirmé à de nombreuses reprises que la qualité de l'équipe de direction serait en grande partie responsable de l'acceptation d'une demande de financement ou d'investissement.

CINQUIÈME CHAPITRE

DISCUSSION

Ce chapitre vise à démontrer la pertinence des résultats de la recherche par rapport à la problématique managériale et aux conclusions émanant du cadre théorique, dans le but de formuler ultimement des réponses aux questions de recherche. Pour ce faire, il semble pertinent de rappeler la problématique managériale de laquelle émane cette recherche. Celle-ci s'inscrivait dans une démarche d'identification des méthodes d'évaluation pouvant être utilisées en pratique pour déterminer la valeur financière attribuable au capital humain en contexte d'évaluation d'entreprise. Considérant le fait que la valeur de ce type d'actif incorporel est habituellement englobée dans le goodwill ou tout simplement non déterminée, il semblait intéressant d'identifier la façon adéquate d'établir cette valeur, de manière à isoler cette variable du reste de la valeur attribuée à l'ensemble des actifs incorporels, et ce, dans le but d'améliorer le processus actuel d'évaluation d'entreprise. Ainsi, une meilleure compréhension de la prise en considération de l'impact financier engendré par le capital humain au sein d'une organisation semblait nécessaire. Cette recherche poursuivait donc les deux objectifs suivants :

1. Améliorer les connaissances en ce qui a trait aux méthodes actuellement utilisées pour réaliser l'évaluation financière du capital humain;
2. Améliorer les connaissances en ce qui a trait à l'identification et la valorisation des facteurs créateurs de valeur en lien avec le capital humain.

Ce chapitre comporte quatre sections. Tout d'abord, les résultats présentés au chapitre précédent sont analysés, de manière à faire le lien avec la problématique managériale initialement énoncée. Par la suite, les contributions théoriques et pratiques de la présente recherche sont présentées afin d'établir les relations entre les résultats obtenus et le contexte théorique à la base de la recherche, d'une part, et les questions de recherche, d'autre part. Finalement, les limites de la recherche ainsi que les avenues potentielles de recherches futures sont exposées.

5.1 ANALYSE DES RÉSULTATS

Au chapitre précédent, les résultats ont été présentés distinctement en fonction des trois profils de répondants, soit les profils CC (cabinet comptable), CD (capital de développement local) et GF (gestionnaire de fonds en capital investissement). Pour fins d'analyse, les résultats seront à présent comparés afin de mettre en lumière les similitudes et les divergences entre les pratiques des trois profils de répondants. Sommairement, la principale divergence entre les processus des trois profils de répondants réside dans les caractéristiques analysées en lien avec le capital humain. Pour le profil CC, l'évaluation d'une entreprise comporterait l'analyse de l'ensemble de la main d'œuvre, alors que pour les autres répondants, l'intérêt serait porté presque exclusivement sur le promoteur pour le profil CD et sur l'entrepreneur et les membres de l'équipe de direction pour le profil GF. À prime abord, les répondants du profil CC semblent donc les mieux outillés pour procéder à l'évaluation financière du capital humain dans sa totalité. Ce constat se reflète d'ailleurs dans la manière dont chaque profil de répondants prend en considération le capital humain lors de l'évaluation d'un dossier (tel que présenté ultérieurement au tableau 5.8), c'est-à-dire que les répondants du profil CC ajustent les hypothèses financières à la base de leur évaluation en fonction des caractéristiques de l'ensemble de la main d'œuvre, contrairement aux répondants des profils CD et GF qui considèrent davantage les facteurs découlant du capital humain, et plus précisément de l'entrepreneur et des membres de l'équipe de direction, comme des éléments de nature décisionnel (de type *go, no go*) dans leur décision d'octroyer ou non le financement demandé. Afin d'étayer davantage les conclusions tirées de la recherche, les sections suivantes présentent les détails de l'analyse des résultats émanant des processus d'évaluation, de l'évaluation financière du capital humain, des facteurs de création de valeur en lien avec celui-ci, puis de l'impact du capital humain dans l'évaluation globale d'un dossier traité par les trois profils de répondants.

5.1.1 Processus d'évaluation

Bien que la problématique managériale porte principalement sur l'évaluation financière du capital humain, il paraît impossible de comprendre l'impact réel de celui-ci sur la valorisation d'une entreprise sans d'abord identifier les étapes d'un tel processus dans sa globalité. Ainsi, les processus suivis lors de l'évaluation d'un dossier par les répondants de chaque profil ont été définis en détails au chapitre précédent. Un récapitulatif des principales phases de ces processus est présenté au tableau 5.1 de la page suivante. Le tableau 5.1 de la page suivante indique également les étapes lors desquelles le capital humain serait pris en considération par les répondants.

5.1.1.1 *Similitudes entre les profils*

Ainsi, quelques similitudes ont pu être observées entre les processus suivis par les répondants des trois profils analysés. D'abord, les processus débutent tous par un élément déclencheur et sont ensuite réalisés en fonction d'étapes formellement définies par les organisations qui emploient les répondants et/ou par l'ordre professionnel auquel ils appartiennent, de manière à respecter les normes dictées par leur profession respective. De plus, malgré des appellations différentes, les trois premières phases des processus sont semblables pour tous les profils. En ce sens, la première phase de tous les processus vise à obtenir les informations nécessaires pour définir adéquatement le travail d'évaluation devant être effectué. C'est d'ailleurs lors de cette première phase, et plus précisément lors de l'étape de collecte d'informations, que le capital humain serait d'abord pris en considération (CH1).

Tableau 5.1
Phases du processus d'évaluation selon les trois profils

Profil CC	Profil CD	Profil GF
Élément déclencheur	Élément déclencheur	Élément déclencheur
1. Activités préliminaires CH1 : Planification du mandat (incluant la collecte d'informations)	1. Collecte d'informations CH1 : Rencontres avec le client Et Visite de l'entreprise	1. Définition du projet CH1 : Collecte d'informations
2. Évaluation d'entreprise CH2 : Évaluation (analyse) du risque CH3 : Élaboration des hypothèses	2. Évaluation globale du dossier CH2 : Analyse de risque CH3 : Rapport et recommandation	2. Évaluation du dossier CH2 : Analyses préliminaires CH3 : Vérification diligente
3. Conclusion CH4 : Validation de la valeur	3. Conclusion	3. Clôture
4. -	4. Suivi	4. Suivi

Toujours du point de vue des similitudes identifiées, il semble que la deuxième phase de tous les processus porte sur l'évaluation. Il importe toutefois de préciser que les répondants du profil CC considèrent cette phase du processus d'un point de vue strictement financier. Quant aux répondants des profils CD et GF, ils perçoivent cette phase comme étant beaucoup plus large et dont l'objectif consisterait à analyser l'ensemble d'un dossier, ce qui inclurait une portion d'analyse financière plus ou moins approfondie selon les besoins à cet égard. C'est également lors de cette phase d'évaluation que les répondants de tous les profils indiquent considérer le capital

humain pour une deuxième fois, lors d'une étape d'analyse de risque (CH2), puis pour une troisième fois, lors d'étapes toutefois différentes d'un profil à l'autre (CH3). Par la suite, tous les processus prévoient une phase de conclusion ou de clôture. Finalement, il appert que le capital humain ne fasse l'objet d'aucune valorisation financière distincte, et ce, dans les processus des trois profils. En ce sens, tous les processus prennent en considération l'impact du capital humain dans leur évaluation, mais la valeur de celui-ci demeure englobée, notamment, dans la rentabilité générée par l'entreprise évaluée.

5.1.1.2 Divergences entre les profils

Une des divergences principales résident dans les éléments pris en considération par les répondants des différents profils en matière de capital humain. À cet égard, les analyses réalisées par les répondants du profil CC porteraient sur l'ensemble de la main d'œuvre présente au sein de l'entreprise évaluée. Ainsi, tous les niveaux hiérarchiques seraient considérés, de manière à identifier les facteurs rattachés à chacun de ces derniers qui pourraient augmenter ou atténuer le risque spécifique d'une entreprise ou d'un projet. En ce qui concerne les répondants du profil CD, leurs analyses viseraient presque exclusivement l'entrepreneur, ou le promoteur d'un projet, notamment en raison de la taille des entreprises composant leur clientèle, dont le succès repose plus souvent qu'autrement sur les épaules d'un seul individu. Quant au profil GF, les répondants précisent également que la quasi-totalité de leurs analyses portent sur l'entrepreneur ainsi que sur les membres de l'équipe de direction, qui sont considérés comme étant les réels porteurs de projet. Pour les profils CD et GF, une attention particulière serait portée à l'ensemble de la main d'œuvre uniquement lorsque des problématiques potentielles sont détectées à ce niveau, ce qui pourrait alors mettre en doute la réalisation des résultats financiers initialement envisagés pour les fins de leur analyse d'un dossier.

Malgré que les processus suivis par les trois profils de répondants partagent quelques similitudes, notamment au niveau de l'appellation ainsi que l'ordonnancement des phases de chaque processus, il n'en demeure pas moins que ceux-ci comportent également de nombreuses divergences. Il appert alors que la mise en application des phases et des étapes des processus diffère d'un profil de répondants à un autre. En effet, le processus du profil CC semble être appliqué de manière beaucoup plus stricte et formelle que ne le sont ceux des profils CD et GF, ce qui paraît logique puisque les répondants du profil CC ont une obligation de reddition de compte beaucoup plus contraignante envers leurs clients à qui ils adressent leur rapport contenant leur opinion professionnelle quant à la fourchette de valeurs potentiellement applicables à l'entreprise évaluée. Quant aux répondants des profils CD et GF, ceux-ci sont également redevables envers les organismes gouvernementaux et les investisseurs qui leur confient des fonds, mais ils engagent leur responsabilité professionnelle à un niveau moindre que celui des répondants du profil CC puisqu'ils n'émettent pas officiellement d'opinion quant à la valorisation de l'entreprise dans laquelle ils investissent. De plus, la performance des répondants des profils CD et GF étant évaluée globalement sur l'ensemble des investissements réalisés sur une période donnée, il leur serait possible de compenser les pertes encourues sur certains investissements par la rentabilité générée par d'autres. Il y aurait alors une marge de manœuvre accrue pour ces deux profils en termes de valorisation de l'entreprise dans laquelle ils investissent, ce qui expliquerait le fait que le niveau de profondeur d'analyse à atteindre par l'application des phases et étapes de leur processus respectif soit déterminé davantage par le jugement professionnel des répondants plutôt que par des normes strictes devant s'appliquer à tous les dossiers sans exception. Cela dit, il semble également exister une divergence dans la rigidité de l'application des phases et étapes du processus entre les répondants des profils CD et GF. En effet, l'application du processus d'évaluation du profil GF semble plus stricte que celle du profil CD, ce qui peut se justifier par l'ampleur des montants financés, la complexité des investissements réalisés et les risques encourus suite à ces derniers, qui seraient tous considérablement plus élevés pour les répondants du profil GF.

D'autres divergences peuvent également être identifiées à la lumière du récapitulatif présenté au tableau 5.1, entre autres au niveau de la prise en considération du capital humain. À cet égard, il est possible de constater que la troisième étape identifiée par les répondants comme prenant en considération le capital humain (CH3) diffère d'un profil à un autre. Au processus du profil CC, il s'agit de l'étape de l'élaboration des hypothèses, alors qu'il s'agit de l'étape du rapport et recommandation pour le processus du profil CD, et celle de la vérification diligente pour celui du profil GF. De plus, seul le processus du profil CC inclut une quatrième prise en considération du capital humain, et ce, à l'étape de la validation de la valeur dans la phase de conclusion du processus. Cependant, cela ne signifie pas pour autant que seuls les répondants du profil CC utilisent les caractéristiques liées au capital humain pour valider leur valorisation d'une entreprise puisque les répondants des profils CD et GF le font également, mais à travers toutes les étapes du processus d'évaluation des dossiers.

Par ailleurs, seuls les processus des profils CD et GF contiennent une quatrième phase, soit celle du suivi. Cette divergence s'explique par le fait que les répondants du profil CC se limitent à formuler une opinion sur la fourchette de valeurs pouvant être attribuées à une entreprise et ne procèdent pas eux-mêmes à une transaction portant sur l'entreprise évaluée. Ils n'ont donc aucun besoin de procéder au suivi de l'exploitation de l'entreprise, contrairement aux répondants du profil CD et GF qui se doivent de faire le suivi financier de leurs investissements. Pour la même raison, le processus du profil CC ne fait aucunement mention d'une étape d'accompagnement ou d'implication dans la gestion de l'entreprise évaluée; étape figurant toutefois aux processus des profils CD et GF. De plus, globalement, il ressort de l'analyse des processus d'évaluation que les répondants des profils CD et GF mettent beaucoup plus d'accent sur l'importance de l'établissement et du maintien d'une relation de confiance avec l'entrepreneur et/ou l'équipe de direction de l'entreprise dans laquelle ils s'apprêtent à investir. Cette constatation semble logique puisque les répondants de ces profils et la direction de l'entreprise seront appelés à travailler en étroite collaboration durant de nombreuses années, soit jusqu'au remboursement du prêt accordé par les répondants du profil CD,

soit jusqu'au décaissement de l'investissement fait par les répondants du profil GF. En ce sens, ces deux profils de répondants misent beaucoup sur la confiance qu'ils ont envers les principaux porteurs du projet devant être financé, contrairement aux répondants du profil CC qui, quant à eux, accordent de l'importance à la confiance envers la direction, mais principalement dans l'optique de déterminer s'ils peuvent se fier, ou non, aux informations financières et non financières fournies par celle-ci. Autrement, le manque de confiance envers la direction de l'entreprise évaluée serait alors considéré par les répondants comme un risque spécifique supplémentaire ayant pour impact de réduire la valorisation de l'entreprise en question.

5.1.1.3 Méthodes traditionnelles d'évaluation

Quant au recours aux méthodes traditionnelles d'évaluation d'entreprise, les trois profils partagent essentiellement le même avis. Ainsi, les méthodes basées sur les actifs seraient rarement utilisées puisque la valeur obtenue ne serait pas représentative du niveau de rentabilité actuelle et future lié à l'exploitation de l'entreprise évaluée. Les résultats obtenus de méthodes basées sur le marché seraient considérés par les répondants de tous les profils comme fiables et pertinents. Cependant, l'inexistence de données comparables et/ou leur inaccessibilité en contexte de PME freineraient leur utilisation en pratique puisque les nombreux ajustements requis en termes de primes et de décotes résulteraient en une valeur complètement arbitraire, tel que le soulignent fréquemment les répondants du profil GF. Les méthodes basées sur le marché seraient alors utilisées dans le but de valider la valorisation obtenue suite à l'application d'une autre méthode d'évaluation. Puis les méthodes basées sur l'exploitation, quant à elles, seraient les plus utilisées en pratique par l'ensemble des répondants des trois profils. Les répondants favoriseraient alors la capitalisation des résultats lorsque la rentabilité actuelle reflète la rentabilité future prévue, tandis que l'actualisation des flux monétaires seraient retenues lorsque les données historiques ne sont pas représentatives de la rentabilité future ou tout simplement lorsqu'aucun historique n'est disponible.

5.1.1.4 Capital humain et évaluation d'entreprise

Les processus décrits par les répondants des trois profils démontrent tous qu'aucune valeur financière n'est déterminée pour le capital humain. Toutefois, plusieurs caractéristiques liées à celui-ci auraient un impact sur la réalisation des processus, pouvant aller jusqu'au refus total du dossier. Cela dit, dans la plupart des cas, des ajustements seraient plutôt apportés aux informations financières fournies par le client pour tenir compte des particularités du capital humain et de leur impact sur les résultats financiers de l'entreprise. À cet égard, il appert que les principaux ajustements porteraient sur les projections de dépenses futures, permettant de tenir compte des variations anticipées au niveau des frais découlant des ressources humaines, tels que les coûts de la rémunération, de l'embauche et de la formation. De plus, les répondants précisent que les projections de revenus futurs feraient rarement l'objet de tels ajustements puisqu'à moins de situations particulières, il serait présumé que la force de travail globale de l'entreprise sera en mesure de préserver le même niveau d'exploitation, et ce, peu importe les mouvements de personnel.

Ainsi, bien que tous les profils de répondants accordent une importance au capital humain lors de leurs analyses, il semble que d'importantes divergences existent dans la place réellement accordée à celui-ci dans les processus d'évaluation des trois profils. D'abord, les répondants du profil CC considèrent que le capital humain a un impact dans le processus principalement au niveau de la phase de l'évaluation d'entreprise. À cet égard, il importe de préciser que les analyses réalisées par les répondants de ce profil en lien avec le capital humain portent sur l'ensemble de la main d'œuvre, incluant les membres de la direction, mais également les employés des autres niveaux hiérarchiques. Ainsi, dépendamment des circonstances entourant l'exploitation de l'entreprise évaluée, les caractéristiques associées au capital humain, donc à l'ensemble de la main d'œuvre, pourraient avoir une influence dans l'évaluation ou l'analyse du risque associé à l'entreprise, ce qui aurait alors un impact sur l'élaboration des hypothèses devant servir aux calculs de valorisation telles que le taux d'actualisation.

D'autres hypothèses pourraient également être établies en fonction des informations portant sur le capital humain, telles que les dépenses en salaires et en formation présentées dans les prévisions financières de l'entreprise évaluée. L'impact du capital humain dans le processus du profil CC se situerait donc davantage au niveau des données servant à la valorisation de l'entreprise.

Puis concernant les processus des profils CD et GF, ceux-ci tiennent également compte des informations relatives au capital humain pour ajuster les données servant à leur analyse financière. Cependant, le capital humain ne semble pas avoir un impact majeur sur la valorisation financière de l'entreprise ou du projet qui leur serait présenté. En fait, le cœur des analyses réalisées par les répondants de ces deux profils réside principalement dans les caractéristiques rattachées au promoteur d'un projet pour le profil CD, et dans celles liées à l'entrepreneur et aux membres de son équipe de direction pour le profil GF. Ainsi, sous réserve qu'une problématique majeure ait été détectée dans le reste de la main d'œuvre, l'analyse de celle-ci serait réalisée globalement et sommairement par les répondants de ces deux profils. Par ailleurs, l'impact du capital humain dans l'évaluation d'un dossier par ces répondants se situe principalement au niveau de la décision de poursuivre avec la prochaine étape de leur analyse, allant ultimement jusqu'à la recommandation finale sur le financement ou l'investissement demandé, ce que les répondants qualifient de facteur décisionnel de style *go, no go*. En ce sens, les répondants de ces deux profils accordent une grande importance à la relation de confiance qui s'établit avec les principaux porteurs du projet devant être financé. À cet égard, les répondants du profil CD font principalement référence au promoteur ou à l'entrepreneur, tandis que les répondants du profil GF englobent également les membres de l'équipe de direction de l'entreprise analysée. De plus, les répondants du profil GF soulignent l'importance de cette relation de confiance non pas seulement pour s'assurer de la validité des informations fournies par ces individus avec lesquels ils agiront en partenariat, mais également pour s'assurer du potentiel de croissance de l'entreprise et, par conséquent, de leur investissement dans le but de préparer leur sortie éventuelle. Ces différences entre ces deux profils

s'expliqueraient une fois de plus par le fait que les répondants du profil GF réalisent habituellement des investissements de nature plus complexe, dont l'ampleur des montants investis et le niveau de risque engendré par les projets financés seraient habituellement plus élevés par rapport aux financements accordés par les répondants du profil CD.

5.1.2 Évaluation financière du capital humain

Les processus suivis par les répondants des trois profils ayant été analysés, il est à présent pertinent de revenir à la problématique managériale à la base de cette recherche, soit l'évaluation financière du capital humain. Ainsi, les répondants des trois profils ont d'abord affirmé qu'aucune valeur financière n'était attribuée distinctement au capital humain et/ou aux caractéristiques en découlant. Il serait alors possible de penser que les méthodes théoriques d'évaluation de ce type d'actif incorporel ne sont jamais utilisées en pratique. Questionnés à cet égard, les répondants ont toutefois précisé qu'ils pouvaient avoir recours à certaines de ces méthodes dans le cadre du processus d'évaluation des dossiers; faisant notamment référence aux méthodes basées sur les coûts ainsi que sur le marché. Malgré le recours à ces méthodes, les répondants du profil GF précisent toutefois que les informations financières en lien avec le capital humain obtenues par l'entremise de ces méthodes d'évaluation n'ont que très peu d'impact sur le calcul effectué dans le but d'évaluer une entreprise dans sa globalité. L'importance relative de ces informations financières demeurerait donc minime par rapport à l'ensemble des prévisions utilisées pour la valorisation d'une entreprise.

Concernant les méthodes basées sur les coûts, les répondants des trois profils affirment ne pas faire de distinction entre le coût de remplacement et celui de reproduction (ou réplique) de la main d'œuvre. Ils précisent également avoir recours à cette méthode afin de valider, et même d'ajuster au besoin, les prévisions financières servant à la valorisation de l'entreprise en entier. En ce sens, des dépenses telles que celles liées aux salaires, à la formation et aux allocations de départ pourraient être estimées en

fonction de faits nouveaux découlant de modifications apportées à l'exploitation actuelle et devant être reflétés dans les prévisions financières de l'entreprise évaluée. De plus, les répondants du profil CC stipulent que la méthode des coûts de reproduction (ou de remplacement) est celle qu'ils utilisent la plus fréquemment, entre autres lorsqu'ils doivent estimer les coûts actuels nécessaires afin de recréer une force de travail similaire à celle devant être remplacée, ou dupliquée dans une autre entreprise, ainsi qu'en contexte d'allocation du prix d'acquisition. Dans ce cas précis, il semble que les répondants de ce profil aient recours au coût de remplacement déprécié pour estimer la valeur du capital humain en place dans l'entreprise évaluée. La détermination d'un tel coût permettrait alors de prendre en considération une certaine dépréciation de la valeur du capital humain au fil du temps, notamment pour refléter la détérioration des connaissances par rapport aux nouvelles façons de faire et/ou technologies disponibles sur le marché. À l'inverse, aucun ajustement ne serait toutefois apporté pour prendre en considération la plus-value générée au sein d'une entreprise par la présence et la contribution d'une main d'œuvre grandement expérimentée.

Quant aux méthodes basées sur le marché, les répondants des trois profils confirment l'inexistence d'un marché sur lequel la main d'œuvre serait transigée, limitant par le fait même l'utilisation d'une telle méthode en contexte d'évaluation financière du capital humain. Toutefois, les répondants de trois profils précisent avoir recours à des données comparables en matière de rémunération, principalement au niveau des dirigeants et des employés clés, afin de s'assurer que les prévisions financières servant aux calculs d'évaluation de l'entreprise présentent une charge de salaires comparables à celle versée sur le marché pour des fonctions similaires.

Enfin, les répondants des trois profils stipulent que les autres méthodes d'évaluation propres au capital humain, telles que l'actualisation des estimations de revenus générés et la théorie des options réelles, ne sont jamais utilisées en pratique. De plus, ils précisent tous que l'évaluation du capital humain est principalement de nature qualitative et vise davantage l'identification des caractéristiques liées au capital

humain. Dès lors, de telles caractéristiques seraient considérées comme étant des facteurs pouvant influencer le risque d'un projet et/ou la décision d'investir dans celui-ci. En l'absence d'une façon de faire formellement établie, les répondants stipulent qu'ils se fient habituellement à leur jugement professionnel ainsi qu'à leur expérience afin de procéder à l'appréciation de la qualité des critères qualitatifs retenus; le recours à des tests psychométriques étant faible considérant notamment la subjectivité des résultats qui en découlent. Dès lors, en matière d'appréciation de la qualité du capital humain, les répondants du profil CC font alors référence à leur perception et leur impression personnelles et professionnelles, faisant mention de *feeling*, de *soft skills*, de *smell test*, et de l'absence de *check list* portant sur cet aspect de leur évaluation. Pour leur part, les répondants du profil CD parlent alors de leur sixième sens et de leur instinct. Quant aux répondants du profil GF, ceux-ci renchérissent en spécifiant que les caractéristiques liées au capital humain sont difficilement quantifiables et d'une complexité telle qu'il serait pernicieux de les réduire à une seule cote de risque, d'où l'importance d'avoir recours au jugement professionnel pour apprécier la qualité globale du capital humain.

5.1.3 Facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain

Comme mentionné précédemment, le deuxième objectif poursuivi par la présente recherche vise l'amélioration des connaissances en ce qui a trait à l'identification et la valorisation des facteurs créateurs de valeur en lien avec le capital humain. En ce sens, les répondants des trois profils ont été questionnés sur les différentes caractéristiques considérées comme étant le reflet de la qualité du capital humain œuvrant au sein d'une entreprise, pouvant alors être identifiées à titre de facteurs influençant la valorisation de cette dernière. Il fut donc possible de regrouper ces facteurs selon le niveau hiérarchique de la main d'œuvre concernée puisque selon tous les répondants, l'importance accordée à chacun des facteurs dépendrait notamment du rôle de l'employé dans l'exploitation et la croissance de l'entreprise évaluée. Plus précisément, l'analyse des résultats portent sur les facteurs de création de valeur en lien avec la main

d'œuvre, l'employé clé, l'équipe de direction, l'entrepreneur, l'entreprise et l'innovation.

5.1.3.1 Main d'œuvre

Tout d'abord, les répondants des trois profils ont précisé que leurs analyses du capital humain incluent inévitablement certaines caractéristiques rattachées à la main d'œuvre en général. En ce sens, au-delà de la formation académique et de l'expérience pratique détenues par l'ensemble des employés œuvrant au sein d'une entreprise, les répondants affirment accorder beaucoup d'importance à l'accessibilité ainsi qu'à la rétention de la main d'œuvre, surtout lorsque des connaissances spécifiques sont requises pour exercer une fonction considérée comme essentielle à l'exploitation de l'entreprise évaluée. Selon les répondants, il importe alors de ne pas négliger l'analyse de facteurs tels que le niveau de spécialisation requis par les postes, la rareté et/ou la pénurie de la main d'œuvre, ainsi que le taux de roulement de cette dernière. De plus, il semble que ces facteurs occupent une place prépondérante dans l'analyse réalisée par les répondants du profil CC, comparativement à celles effectuées par les répondants des profils CD et GF. En effet, les répondants du profil CC prétendent porter une attention particulière au caractère unique de la main d'œuvre, puisque ce facteur aurait un impact non négligeable sur le niveau de risque associé à la réalisation d'un projet et/ou à l'exploitation de l'entreprise évaluée lorsque combiné à des problèmes d'accessibilité à des employés formés et aptes à réaliser les tâches associées à un emploi spécifique. Dès lors, il appert que les répondants du profil CC mettent beaucoup plus d'accent sur les risques découlant de l'unicité de la main d'œuvre, comparativement aux répondants des profils CD et GF qui analysent également ce facteur, mais qui considèrent celui-ci comme étant ni plus, ni moins important que les autres caractéristiques rattachées à l'ensemble de la main d'œuvre. Le tableau 5.2 de la page suivante présente d'ailleurs un sommaire des principaux facteurs en lien avec les caractéristiques découlant de l'ensemble de la main d'œuvre.

Tableau 5.2
Facteurs liés à la main d'œuvre

Profil CC	Profil CD	Profil GF
<p>1. Unicité :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Remplaçable • Rareté et pénurie • Taux de roulement et rétention <p>2. Autres :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Aspects techniques (incluant formation, expériences et compétences) • Savoir-faire spécifique • Motivation • Fiabilité 	<ul style="list-style-type: none"> • Âge et taux de roulement • Formation et expérience • Recrutement et rareté • Qualité des emplois et impact social 	<ul style="list-style-type: none"> • Spécialisation • Accessibilité • Motivation et lien (attachement) • Taux de roulement • Impact social

De plus, parmi les autres caractéristiques prises en considération, il semble que les répondants des profils CD et GF accordent une importance à l'impact social des emplois créés et/ou maintenus par l'entreprise analysée sur la situation économique du Québec ou d'une région spécifique, ce qui va de pair avec la mission des organismes pour lesquels les répondants de ces deux profils travaillent. Quant aux répondants du profil CC, ils affirment être conscients de l'importance de l'impact social des emplois offerts par les entreprises évaluées, mais précisent également que ce facteur n'a que très peu d'impact dans l'application des méthodes d'évaluation requises pour la valorisation financière d'une entreprise.

5.1.3.2 Employé clé

Par la suite, les répondants des trois profils affirment prendre en considération la présence d'employés clés au sein de l'entreprise évaluée. À cet égard, le tableau 5.3 présente un sommaire des principaux facteurs en lien avec les employés clés. Au niveau des similitudes entre les trois profils, tous les répondants considèrent les employés clés comme un facteur pouvant avoir un impact sur le niveau de risque rattaché à la réalisation d'un projet ou à l'exploitation d'une entreprise. En ce sens, les répondants affirment qu'une concentration de savoir-faire spécifique au niveau d'un seul ou de seulement quelques employés clés augmente considérablement le risque, tout comme la dépendance à un ou plusieurs de ces employés. Toutefois, les répondants précisent que certains mécanismes, tels que l'actionnariat et les clauses de non concurrence, peuvent être mis en place pour augmenter la motivation et la rétention des employés clés, diminuant par le fait même le risque y étant rattaché.

Tableau 5.3
Facteurs liés aux employés clés

Profil CC	Profil CD	Profil GF
<ul style="list-style-type: none"> • Réfère à un ou des employés, œuvrant à n'importe quel niveau hiérarchique de l'entreprise • Indispensable (donc risque de dépendance) • Accomplissements passés • Expériences • Vision 	<ul style="list-style-type: none"> • Souvent promoteur du projet (sinon, les fonctions assumées doivent être complémentaires à celles du promoteur) • Savoir-faire et compétences (doit éviter dépendance) 	<ul style="list-style-type: none"> • Surtout dirigeants • Mécanismes de rétention (actionnariat, clause au contrat, ...) • Avantage compétitif

Cela dit, certaines divergences peuvent être relevées dans les propos tenus par les répondants des trois profils. Ainsi, les répondants du profil CC sont les seuls à considérer l'entrepreneur et les dirigeants au même titre que tous les autres employés clés, comparativement aux répondants des deux autres profils qui analysent distinctement les caractéristiques des personnes assumant les fonctions de haute direction. Malgré cette différence, il appert que les caractéristiques recherchées par les répondants du profil CC chez de potentiels employés clés partagent plusieurs similitudes avec celles recherchées par les répondants des profils CD et GF chez l'entrepreneur et les membres de l'équipe de direction. Dès lors, bien que les gestionnaires d'une entreprise ne fassent pas l'objet d'une analyse distincte de la part des répondants du profil CC, il semble que ces derniers soient tout de même pris en considération par l'entremise du statut d'employé clé. De plus, bien que tous les répondants perçoivent d'abord les employés comme un facteur de risque devant être géré adéquatement par les gestionnaires de l'entreprise évaluée, les répondants du profil GF précisent que la présence d'employés clés au sein d'une entreprise contribue également à la création de valeur puisque le savoir-faire détenu par de tels employés constitue en soi un avantage par rapport aux concurrents présents sur le marché.

5.1.3.3 *Équipe de direction*

Quant aux membres de l'équipe de direction, les répondants des profils GF soulignent l'importance de ce facteur et semblent accorder un intérêt marqué à l'entourage professionnel de l'entrepreneur; faisant référence à de nombreuses reprises à l'équipe de direction. Selon ces répondants, l'entrepreneur doit impérativement éviter d'être un homme-orchestre (*one man show*) en s'entourant de gestionnaires chevronnés, dont les compétences, les connaissances et les habiletés personnelles sont complémentaires à celles qu'il détient lui-même. Les répondants du profil GF affirment également que l'entrepreneur doit saisir l'importance du rôle joué par les autres membres de l'équipe de direction qui, certes, doivent partager une vision commune de la gestion de l'entreprise, mais qui se doivent également de remettre en cause les décisions de

gestion pouvant porter préjudice à l'exploitation de cette dernière. En ce sens, le tableau 5.4 présente un sommaire des principaux facteurs recherchés au sein de l'équipe de direction.

Tableau 5.4
Facteurs liés à l'équipe de direction

Profil CC	Profil CD	Profil GF
<ul style="list-style-type: none"> • Les membres de l'équipe de direction figurent parmi les employés clés, s'il y a lieu. 	<ul style="list-style-type: none"> • Composition du conseil d'administration (diversité et complémentarité) 	<ul style="list-style-type: none"> • Compétences (complémentarité) • Réalisations passées (succès et échecs) • Vision commune

Il est à noter que compte tenu des fonctions qu'ils exercent au sein de l'entreprise évaluée, les membres de l'équipe de direction sont considérés par les répondants du profil CC comme faisant partie des employés clés, s'il y a lieu. Quant aux répondants du profil CD, ces derniers n'ont pas fait expressément mention de l'équipe de direction, ce qui pourrait s'expliquer par le fait que les projets qu'ils financent sont souvent menés par un seul promoteur et/ou par une très petite équipe d'associés d'affaires. Cela dit, un intérêt serait tout de même porté à la composition du conseil d'administration, dont les membres agiraient habituellement en support à l'entrepreneur.

5.1.3.4 Entrepreneur

Quant à l'entrepreneur, les répondants des profils CD et GF ont identifié celui-ci, ou le promoteur du projet soumis à leur analyse, comme étant un des principaux acteurs influençant l'évaluation d'un dossier. Le tableau 5.5 de la page suivante présente un sommaire des principaux facteurs en lien avec l'entrepreneur ou le promoteur d'un projet. Bien que les répondants du profil CC n'aient pas fait expressément mention des caractéristiques propres aux entrepreneurs, ces répondants précisent toutefois qu'ils

considèrent habituellement ce type de poste comme étant clé dans les entreprises qu'ils évaluent. Les entrepreneurs seraient donc considérés à titre d'employés clés par les répondants de ce profil. De plus, il importe de préciser que les répondants du profil CC, de par la nature de leur travail, n'ont pas à réaliser d'investissement, ni à offrir de financement à leurs clients. Ainsi, leur analyse se veut davantage objective en ce sens qu'ils n'auront pas à collaborer par la suite avec les entrepreneurs ou les promoteurs d'un projet. Cette distinction entre les objectifs poursuivis par les répondants du profil CC, comparativement à ceux des profils CD et GF, semble expliquer certaines des divergences entre les facteurs retenus pour fins d'analyse des dossiers.

Tableau 5.5
Facteurs liés à l'entrepreneur (ou promoteur)

Profil CC	Profil CD	Profil GF
<ul style="list-style-type: none"> • L'entrepreneur (ou promoteur) figure parmi les employés clés, s'il y a lieu. 	<ul style="list-style-type: none"> • Relation de confiance • Communication et ouverture • Capacités interpersonnelles et relationnelles • Connaissances • Expérience • Situation financière personnelle • Entourage • Compétences (et atteinte des objectifs) • Âge, retraite et relève • Passion et vision 	<ul style="list-style-type: none"> • Capacité d'adaptation • Confiance • Intégrité, honnêteté, respect et transparence • Motivation, passion, vision (et arrimage avec la réalité) • Leadership • Compétences et connaissances (de son produit/service et du marché) • Conscient de ses propres limites • Entourage • Résultats passés

Parmi les facteurs recensés en lien avec l'entrepreneur ou le promoteur d'un projet, certaines similitudes peuvent être identifiées entre les propos tenus par les répondants des profils CD et GF. En ce sens, ces derniers soulignent tous l'importance de pouvoir accorder sa confiance à l'entrepreneur qui se présente à eux, ainsi qu'à la possibilité d'envisager l'établissement d'une relation à long terme basée sur ce lien de confiance. Selon les répondants du profil CD, le promoteur d'un projet serait au cœur de leurs analyses et l'absence, ou le bris, de ce lien de confiance pourrait même entraîner le refus de la demande de financement pour lequel la confiance est fréquemment le seul élément servant de garantie à l'obtention d'un remboursement éventuel. Il en serait de même pour les répondants du profil GF, qui mettent également beaucoup d'accent sur l'entrepreneur lors de l'analyse d'un dossier. Selon les répondants du profil GF, le lien de confiance serait une condition essentielle à leur implication à titre d'investisseur puisque cette implication se traduit habituellement en une collaboration s'échelonnant sur plusieurs années, d'où l'importance d'établir les bases d'une communication franche et constante. Les répondants du profil GF font même fréquemment référence au fait que leur relation équivaut en quelques sortes à un mariage avec leurs entrepreneurs. D'autres similitudes peuvent également être établies entre les caractéristiques recherchées par les répondants des profils CD et GF, notamment en ce qui a trait à l'entourage de l'entrepreneur, aux capacités de gestion de celui-ci, à la passion qui l'anime, à la vision que ce dernier souhaite transmettre ainsi qu'aux résultats obtenus lors d'expériences passées en affaires. De plus, les répondants des profils CD et GF affirment accorder peu d'importance au niveau de formation académique ainsi qu'aux diplômes obtenus par les entrepreneurs. Au-delà des compétences de base en gestion, il semble alors que des facteurs tels que la confiance et les accomplissements passés soient davantage considérés comme un gage de la réussite future des projets dirigés par l'entrepreneur. Implicitement, les répondants des profils CD et GF semblent prendre pour acquis que si les qualités de l'entrepreneur et le lien de confiance sont présents, la réalisation des projections de flux monétaires ou de résultats en situation risquée serait garantie ou, à tout le moins, raisonnablement assurée.

5.1.3.5 *Entreprise*

Les répondants des trois profils affirment aussi prendre en considération certains facteurs liés à l'entreprise en général qui, selon eux, sont le reflet de la qualité des relations de travail qui y prévalent. En ce sens, tous les répondants affirment porter une attention particulière au climat de travail dans sa globalité, en plus de cibler certains indicateurs pouvant témoigner de l'état des relations de travail, tels que la présence d'un organe syndical, l'échéance de la convention collective ou son équivalent, ainsi que l'historique des conflits de travail, s'il y a lieu. De plus, les répondants du profil GF précisent l'importance d'offrir de bonnes conditions de travail aux employés, de manière à augmenter et maintenir un niveau élevé de satisfaction et de motivation, ce qui devrait ensuite se refléter dans les résultats générés par l'exploitation de l'entreprise et, par conséquent, dans la valorisation de cette dernière. Le tableau 5.6 présente un sommaire des principaux facteurs en lien avec l'entreprise.

Tableau 5.6
Facteurs liés à l'entreprise

Profil CC	Profil CD	Profil GF
<ul style="list-style-type: none"> • Climat et relations de travail (incluant syndicat, conflits et convention collective) 	<ul style="list-style-type: none"> • Climat et relations de travail 	<ul style="list-style-type: none"> • Climat de travail • Conditions de travail (bien-être, satisfaction et comparable à celles du marché) • Relations de travail (incluant syndicat)

5.1.3.6 *Innovation*

Finalement, le tableau 5.7 de la page suivante présente un sommaire des principaux facteurs en lien avec l'innovation. Questionnés sur l'impact de l'innovation dans le

processus d'évaluation d'une entreprise, les répondants des profils CC et GF stipulent que le stade de développement de celle-ci risque d'avoir un impact sur leur valorisation. Ainsi, les répondants du profil CC soulignent l'importance du stade de développement de l'innovation par rapport à l'existence d'un marché réel pour celle-ci. De plus, ils précisent que le niveau de risque lié à l'entreprise évaluée pourrait être influencé, à la hausse et à la baisse, par le contexte entourant le développement de telles innovations. En ce sens, le fait que le savoir-faire technique et spécifique lié à l'innovation soit concentré chez un seul individu ou chez un groupe restreint d'employés augmente le risque rattaché au développement de ladite innovation. Cependant, à l'inverse, le fait d'avoir embauché les employés détenant ce savoir-faire spécifique serait également considéré comme un facteur diminuant le risque associé à l'exploitation de l'entreprise qui détiendrait alors un avantage compétitif sur ses concurrents.

Tableau 5.7
Facteurs liés à l'innovation

Profil CC	Profil CD	Profil GF
<ul style="list-style-type: none"> • Stade de développement • Intérêt du marché • Employé clé 	s/o	<ul style="list-style-type: none"> • Multitude de facteurs, incluant le capital humain (impossible à distinguer)

Les répondants du profil GF partagent la même vision de l'impact du stade de développement d'une innovation sur la valorisation d'une entreprise. Cependant, ils précisent également qu'il s'avère impossible d'identifier distinctement la contribution financière du capital humain dans la valorisation globale de l'innovation puisque celle-ci, lorsqu'il est possible de la déterminer, reposerait sur une multitude de facteurs dont la valeur serait aussi impossible à isoler. Finalement, de par la nature des activités et la mission de l'organisme qui les emploie, les répondants du profil CD précisent qu'ils ne financent habituellement pas le développement d'innovations, ce qui limite leur apport quant à l'impact de ce facteur dans l'analyse d'un dossier.

5.1.4 Impact du capital humain dans l'évaluation globale

Bien qu'aucune valeur financière ne soit attribuée distinctement au capital humain, l'analyse des différents facteurs de création de valeur liés à celui-ci permet de déterminer, d'une part, leur importance dans le processus d'évaluation et, d'autre part, leur impact réel dans la réalisation des étapes de ce processus par les répondants des trois profils.

5.1.4.1 Importance accordée au capital humain

Lors de la réalisation de leur processus d'évaluation respectif, les répondants des trois profils accordent de l'importance au capital humain et incluent les différents facteurs liés à celui-ci dans leurs analyses. Cela dit, l'intérêt des répondants ne porte pas toujours sur les mêmes facteurs, ni sur les mêmes composantes du capital humain.

En ce sens, les répondants du profil CC affirment que leurs analyses portent davantage sur la présence d'employés clés, et ce, que ceux-ci occupent des postes de direction ou non. De plus, les analyses effectuées porteraient également sur les caractéristiques de l'ensemble de la main d'œuvre, et non pas uniquement sur celles rattachées à quelques postes spécifiques. Selon ces répondants, les employés clés auraient un impact sur le niveau de risque associé à l'exploitation de l'entreprise évaluée et, par conséquent, sur la valorisation de cette dernière. Toujours selon les répondants du profil CC, les caractéristiques rattachées à l'ensemble de la main d'œuvre influenceraient que très peu leurs analyses, à l'exception des facteurs liés à l'unicité de la main d'œuvre, tels que définis précédemment.

En ce qui a trait aux répondants du profil CD, ceux-ci stipulent que leurs analyses portent principalement, voire presque exclusivement, sur le promoteur du projet ou de l'entreprise à financer. Ce constat peut d'ailleurs être expliqué par le fait que les entreprises faisant appels aux répondants de ce profil sont habituellement de petite

taille et/ou à propriétaire unique, d'où la prépondérance de l'analyse du promoteur lors de l'évaluation d'un dossier. Et malgré qu'ils soient conscients de l'importance pour une entreprise d'avoir accès à une main d'œuvre qualifiée, les répondants du profil CD avouent consacrer qu'une partie minime de leurs analyses sur les caractéristiques portant sur la main d'œuvre en général.

Finalement, les répondants du profil GF affirment également porter une attention accrue aux facteurs définissant l'entrepreneur et les membres de l'équipe de direction de l'entreprise évaluée. En contrepartie, leurs analyses des caractéristiques de l'ensemble de la main d'œuvre demeurent sommaires, d'autant plus que les dépenses associées aux ressources humaines sont prises en compte au même titre que pratiquement tous les autres coûts engagés par l'exploitation de l'entreprise. Dès lors, il semble logique pour les répondants du profil GF d'axer leurs analyses sur l'entrepreneur et/ou les gestionnaires puisque ce sont avec eux qu'ils devront bâtir et maintenir un partenariat d'affaires s'échelonnant habituellement sur plusieurs années. De plus, la matérialisation du rendement initialement envisagé figure parmi les objectifs poursuivis par les répondants de ce profil. Leurs investissements étant effectués sans aucune prise de garantie, les gestionnaires et leur capacité d'atteindre les objectifs fixés en matière d'exploitation et de croissance constituent alors leur unique assurance quant à la réalisation du rendement espéré sur leurs investissements. L'importance accordée par les répondants du profil GF aux compétences et capacités de l'entrepreneur et des membres de l'équipe de direction prend donc tout son sens lorsque mise en parallèle avec la nature même des investissements qu'ils effectuent.

5.1.4.2 Considération du capital humain

À la lumière des informations recueillies auprès des répondants, il est désormais possible d'identifier quatre étapes lors lesquelles le capital humain serait pris en considération par les répondants du profil CC, comparativement à trois étapes pour les répondants du profil CD ainsi que pour ceux du profil GF. En plus de préciser les

éléments analysés par les répondants des trois profils, les tableaux 5.8 à 5.11 présentent une comparaison des étapes du processus d'évaluation lors desquelles ces derniers affirment prendre en considération le capital humain.

Tableau 5.8
Étape du processus et éléments considérés – CH1

Profil CC	Profil CD	Profil GF
Collecte d'informations <ul style="list-style-type: none"> • Force de travail (main d'œuvre globale, incluant l'équipe de gestion) • Adéquation des ressources humaines (par rapport aux besoins de l'entreprise, au poste occupé, ...) • Rétention des employés • Relations et climat de travail 	Collecte d'informations <ul style="list-style-type: none"> • Entrepreneur ou promoteur • Facteur décisionnel (<i>go, no go</i>) • Lien de confiance (établissement d'une relation d'affaires à long terme) • Motivation versus limites de l'entrepreneur • Connaissances (du projet, des problématiques potentielles, ...) 	Collecte d'informations <ul style="list-style-type: none"> • Équipe de gestion (incluant l'entrepreneur) • Facteur décisionnel (<i>go, no go</i>) • Réputation • Capacités de gestion • Confiance

Tableau 5.9
Étape du processus et éléments considérés – CH2

Profil CC	Profil CD	Profil GF
<p>Évaluation (analyse) du risque</p> <ul style="list-style-type: none"> • Risques spécifiques à l'entreprise • Dépendance à un employé • Conflits internes • Probabilité de réalisation des projections futures • Positionnement compétitif (avantage) 	<p>Analyse de risque</p> <ul style="list-style-type: none"> • Surtout promoteur • Facteur décisionnel (<i>go, no go</i>) • Peu d'analyse sur la main d'œuvre (un facteur parmi tous les autres) • Analyse approfondie du CH seulement si problématique détectée 	<p>Analyses préliminaires (incluant l'analyse de risque)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Surtout promoteur et équipe de gestion • Facteurs de risque qui influencent les conclusions et/ou facteur décisionnel (<i>go, no go</i>) • Qualités, compétences, vision, ... (pour croître plus que l'industrie) • Peu d'analyse sur la main d'œuvre (un facteur parmi tous les autres)

Tableau 5.10
Étape du processus et éléments considérés – CH3

Profil CC	Profil CD	Profil GF
<p>Élaboration des hypothèses (pour méthodes d'évaluation)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ajustements aux états financiers <ol style="list-style-type: none"> 1. Rémunération des dirigeants; 2. Dépenses futures suite au départ d'un employé ou dirigeant; 3. Coûts de formation liés au taux de roulement. • Taux d'actualisation (en fonction des risques spécifiques en CH2) • Rentabilité générée par le CH 	<p>Rapport et recommandation</p> <ul style="list-style-type: none"> • Potentiel du promoteur • Facteur décisionnel (<i>go, no go</i>) 	<p>Vérification diligente</p> <ul style="list-style-type: none"> • Qualité de l'équipe de direction • Relations entretenues avec leurs employés

Tableau 5.11
Étape du processus et éléments considérés – CH4

Profil CC	Profil CD	Profil GF
Validation de la valeur de l'entreprise <ul style="list-style-type: none"> • Allocation du prix d'acquisition (Le CH est un des actifs contributifs dans la répartition de la valeur du goodwill.) 	-	-

Certaines similitudes peuvent être perçues entre les trois profils de répondants. En ce sens, le capital humain serait d'abord pris en considération par les répondants des trois profils à l'étape de la collecte d'informations. Toutefois, les informations ainsi recueillies par les répondants semblent diverger d'un profil à l'autre, notamment en raison de la nature des mandats leur étant confiés. Ainsi, les informations en lien avec le capital humain collectées par les répondants du profil CC porteraient davantage sur les risques associés à celui-ci, ce qui leur permettrait de réaliser une analyse des forces, faiblesses, opportunités et menaces (FFOM) présentes dans l'entreprise faisant l'objet d'une évaluation. Le capital humain aurait alors un impact sur les résultats de cette analyse FFOM, qui impacterait à son tour les étapes subséquentes du processus d'évaluation, soit les étapes de l'analyse de risque et de l'élaboration des hypothèses (telles que les projections de flux monétaires, la capacité de rendement, ...). Pour les répondants des profils CD et GF, l'étape de la collecte d'informations leur permettrait également de cibler les risques, mais aussi les avantages découlant des caractéristiques propres au capital humain et, plus précisément, celles directement attribuables à l'entrepreneur et aux membres de l'équipe de direction, telles que la réputation et les capacités de gestion. De plus, considérant que les informations recueillies porteraient principalement sur le promoteur (ou entrepreneur) ainsi que sur les membres de

l'équipe de direction, celles-ci seraient également considérées comme facteur décisionnel (de type *go, no go*) dans le fait de poursuivre ou non l'analyse du dossier visant l'octroi d'un financement ou la réalisation d'un investissement par les répondants.

Aussi, une seconde similitude transparaît entre les trois profils à l'effet que la deuxième étape lors de laquelle le capital humain serait pris en considération par tous les répondants serait celle de l'analyse de risque. Cependant, l'utilisation des résultats obtenus d'une telle analyse ainsi que l'impact de celle-ci sur le processus d'évaluation diffèrent d'un profil à l'autre. Pour les répondants du profil CC, les caractéristiques du capital humain, soit celles de l'ensemble de la main d'œuvre, auraient pour impact d'augmenter ou de diminuer le niveau de risque associé à cet élément, ce qui se refléterait ensuite dans les hypothèses établies pour fins d'application des méthodes traditionnelles d'évaluation d'entreprise. Ainsi, les caractéristiques du capital humain auraient notamment pour impact de faire varier les projections de flux monétaires et/ou le niveau de risque reflété dans le taux d'actualisation, ce qui ferait ensuite fluctuer la valeur totale de l'entreprise. Pour leur part, les répondants du profil CD considèrent également les caractéristiques liées au capital humain, soit celles du promoteur, comme étant des facteurs influençant le niveau de risque associé à un projet ou à une entreprise. Considérant le fait que les répondants de ce profil offrent des solutions de financement à leur clientèle, un niveau de risque suffisamment élevé serait habituellement reflété dans le taux d'intérêt rattaché au financement octroyé, qui serait alors plus élevé que les taux de base prescrits par l'organisme qui les emploie. Quant aux répondants du profil GF, ceux-ci précisent que l'étape des analyses préliminaires comporte habituellement une analyse de risque. Cette dernière serait alors utilisée non seulement pour déterminer le niveau de risque associé à un projet ou une entreprise, mais également pour identifier les problématiques actuelles ainsi que celles pouvant éventuellement survenir, dans le but de déterminer si les dirigeants semblent être capables de gérer de telles situations et d'y remédier le plus efficacement possible. En ce sens, le capital humain et, plus spécifiquement l'entrepreneur et les membres de la

direction, n'endosseraient pas uniquement le rôle de facteurs de risque, comme cela semble être le cas pour les deux autres profils, mais seraient également considérés par les répondants du profil GF comme des composantes importantes d'un éventuel avantage compétitif. Donc aux yeux des répondants des trois profils, le capital humain jouerait un rôle important dans l'atteinte et/ou le maintien du niveau de rentabilité espéré pour une entreprise. Toutefois, en vertu de ce qui précède, les répondants des profils CD et GF considèrent que ce niveau de rentabilité est presque exclusivement soutenu par l'entrepreneur (ou promoteur) et les membres de l'équipe de direction, tandis que les répondants du profil CC attribue celui-ci à l'ensemble de la main d'œuvre, ce qui laisse supposer que ceux-ci seraient potentiellement les mieux outillés pour procéder à l'évaluation financière du capital humain.

Par la suite, des divergences significatives peuvent être décelées dans les autres étapes du processus d'évaluation lors desquelles les répondants des trois profils affirment prendre en considération les caractéristiques liées au capital humain. D'abord, les répondants du profil CC précisent que les facteurs liés au capital humain auraient également un impact lors de l'étape de l'élaboration des hypothèses. Tel que mentionné précédemment, les informations collectées portant sur le capital humain seraient d'abord utilisées pour soutenir l'analyse de risque, ce qui influence le niveau de risque associé au projet ou à l'entreprise et, par conséquent, le taux d'actualisation qui servirait ensuite à l'application des méthodes traditionnelles d'évaluation. De plus, les caractéristiques propres au capital humain permettraient également aux répondants du profil CC de valider, en partie, les informations financières servant de bases aux méthodes d'évaluation basées sur l'exploitation. À titre d'exemple, les répondants de ce profil prétendent qu'un capital humain adéquat, tant au niveau de la direction qu'au niveau de la main d'œuvre en général, permettrait habituellement de soutenir l'exploitation actuelle et future de l'entreprise évaluée, validant par le fait même les résultats et/ou les flux monétaires prétendument générés par celle-ci et servant également de bases à l'application des méthodes traditionnelles d'évaluation basées sur l'exploitation. De plus, les répondants du profil CC sont les seuls à utiliser les facteurs

découlant du capital humain lors d'une quatrième étape du processus d'évaluation, soit celle de la validation de la valeur. Lors de cette étape, les répondants affirment que la qualité globale du capital humain œuvrant au sein de l'entreprise évaluée pourrait permettre de valider le caractère raisonnable de la valorisation obtenue suite à la réalisation du processus d'évaluation.

Puis selon les répondants du profil CD, les caractéristiques liées au capital humain, et plus précisément celles touchant le promoteur ou l'entrepreneur, auraient un impact à plusieurs égards lors de l'étape portant sur le rapport et la recommandation. Considérant alors la nature du financement habituellement accordé par les répondants de ce profil, qui prendrait la forme d'un prêt sans garantie, les facteurs identifiés en lien avec le promoteur auraient alors des répercussions sur le montant de financement accordé ainsi que sur les conditions rattachées à celui-ci. En ce sens, certaines conditions supplémentaires pourraient être exigées par les répondants lorsque ceux-ci perçoivent certaines faiblesses, au niveau de l'entrepreneur ou de l'entreprise, qui devraient être adressées avant et/ou conséquemment à l'octroi du financement. De plus, les répondants du profil CD précisent que des lacunes majeures au niveau de l'entrepreneur ou de tout autre type de capital humain pourraient mener au refus immédiat du financement demandé, et ce, à tout moment du processus d'analyse d'un dossier. Le capital humain aurait alors un impact important au niveau de la recommandation formulée par les répondants quant à la demande de financement leur étant présentée.

Quant aux répondants du profil GF, ceux-ci affirment que le capital humain jouerait un rôle important à l'étape de la vérification diligente devant être effectuée préalablement à l'émission du rapport visant la recommandation d'un dossier pour investissement. De par les échanges tenus entre les répondants et les gestionnaires de l'entreprise, ainsi qu'avec les employés, notamment lors de visites des lieux de travail, les répondants du profil GF seraient en mesure d'évaluer la qualité du climat de travail. De plus, cette étape du processus leur permettrait de valider la justesse de leurs conclusions portant

sur les capacités de gestion de l'entrepreneur et des membres de l'équipe de direction. En ce sens, tout comme pour le profil CD, les répondants du profil GF précisent que des lacunes majeures au niveau du capital humain pourraient mener immédiatement au retrait du répondant dans le processus d'évaluation du dossier, mettant alors fin à l'analyse d'un investissement potentiel dans le projet ou l'entreprise.

Finalement, questionnés sur les variables considérées lors de la détermination d'une fourchette de valeurs pour un projet ou une entreprise, les répondants de tous les profils ont affirmé que le capital humain figurait parmi ces variables. Les répondants ont également précisé qu'il leur serait toutefois impossible d'isoler l'impact du capital humain sur l'établissement d'une fourchette de valeurs puisque celui-ci serait englobé dans un ensemble de variables dont les impacts respectifs seraient difficilement identifiables de façon distincte.

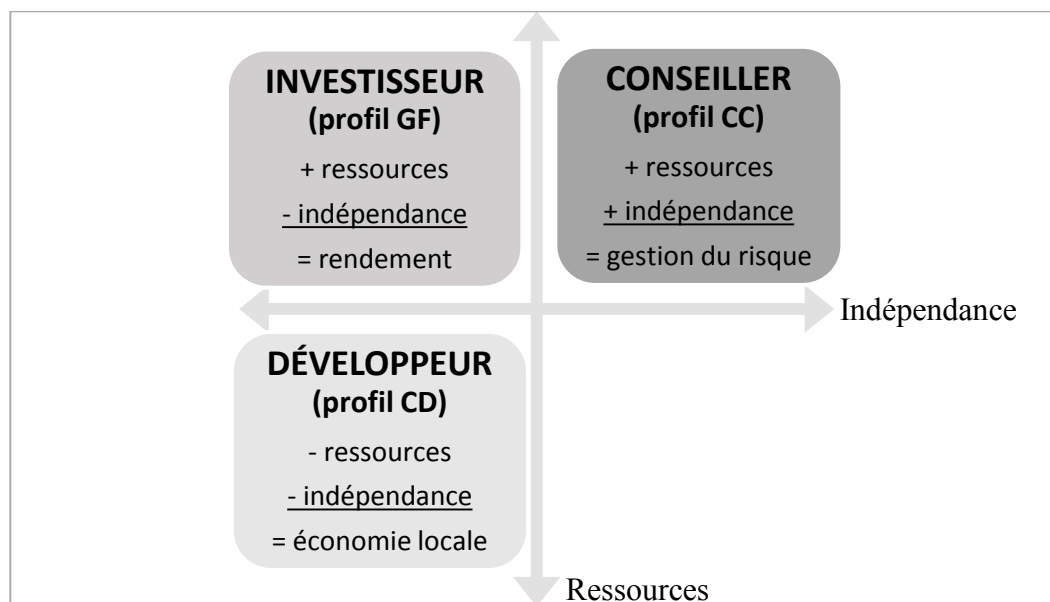
5.1.5 Conclusion

Suite à l'analyse des résultats de cette recherche, il semble intéressant de classer les profils en fonction des particularités propres à leur processus d'évaluation respectif, de manière à établir l'impact de ces particularités sur l'importance qu'ils accordent au capital humain. La figure 5.1 de la page suivante présente un sommaire de la classification effectuée.

Il ressort de l'analyse effectuée que la façon dont le capital humain est pris en considération dans le processus d'évaluation de chaque profil de répondants semble étroitement liée à la nature même du mandat leur étant confié et, par conséquent, à l'objectif poursuivi lors de la réalisation de celui-ci. De plus, le type d'organisation qui emploie les répondants et la mission poursuivie par celle-ci semblent également avoir un impact sur l'importance accordée au capital humain, notamment par le degré de proximité requis pour l'établissement d'une relation d'affaires ainsi que par la disponibilité de ressources accessibles pouvant être utilisées par les répondants. Ainsi,

le rôle assumé par les répondants de chaque profil influencerait la façon selon laquelle ils déterminent la valeur d'un projet ou d'une entreprise ainsi que la place qu'occupe le capital humain dans le processus d'évaluation.

Figure 5.1
Classification des profils



Tout d'abord, les répondants du profil CC semblent agir à titre de conseillers externes offrant une expertise à leur clientèle dans le but d'émettre une opinion professionnelle quant à la valorisation d'une entreprise. Ces répondants ne sont donc pas impliqués dans l'exploitation de l'entreprise faisant l'objet d'une évaluation et ils ne détiennent aucun intérêt financier dans cette dernière. De par la nature de leur travail, ils se doivent donc de préserver leur indépendance et d'agir avec diligence dans le respect de normes professionnelles strictes leur permettant d'assumer leur devoir de reddition de comptes envers les utilisateurs qui se basent sur leur rapport pour prendre une décision, ce qui limiterait leur marge de manœuvre quant à l'établissement de la valeur d'une entreprise. Leur opinion se doit donc d'être soutenue et étayée par des éléments concrets, devant se refléter en informations financières tangibles et vérifiables par l'entremise de bases de données internes et/ou de ressources externes à l'organisation.

qui les emploie. La plus-value générée par le capital humain relevant davantage de l'intangible, celle-ci serait difficilement identifiable dans le processus d'évaluation du profil CC. Par ailleurs, ces répondants incluent l'ensemble de la main d'œuvre dans leurs analyses, et non seulement quelques postes stratégiques, considérant alors la force de travail globale comme un actif contributif à la plus-value générée par l'exploitation de l'entreprise. Puis compte tenu de l'opinion professionnelle formulée dans leur rapport, les répondants de ce profil semblent toutefois mettre beaucoup d'accent sur les facteurs de risque présents dans l'entreprise évaluée et susceptibles de faire fluctuer, habituellement à la baisse, la valeur de celle-ci. Dans leurs analyses, ils se doivent donc d'identifier adéquatement tous ces facteurs de risque, ainsi que les moyens employés pour pallier leur incidence sur la rentabilité générée par l'entreprise évaluée. Ces constatations permettent donc de mieux comprendre pourquoi le capital humain et les caractéristiques rattachées à la main d'œuvre sont presque exclusivement considérés comme un facteur de risque spécifique pour l'entreprise.

Quant au processus d'évaluation du profil CD, celui-ci semble laisser une place importante au capital humain puisqu'il reposerait en grande partie sur l'analyse des caractéristiques pouvant être associées au promoteur ou à l'entrepreneur, ce qui pourrait notamment s'expliquer par le fait que les entreprises composant leur clientèle sont de petite taille. L'accès aux ressources ainsi que la disponibilité des informations pouvant servir de base à l'application de méthodes traditionnelles d'évaluation semblent également limités. Puis les possibilités de financement sont de moindre envergure, ce qui laisserait une plus grande flexibilité aux répondants du profil CD lors de l'analyse d'un dossier. Ainsi, bien que l'obligation de reddition de compte soit également présente dans ce profil, notamment envers les organismes subventionnaires qui leur fournissent des fonds, les répondants semblent avoir une plus grande latitude dans la réalisation des étapes du processus d'évaluation des dossiers, pour autant que la mission des organismes employant ces répondants soit respectée, c'est-à-dire de favoriser le développement économique, le maintien ainsi que la création d'emplois de qualité dans leur région d'appartenance. Principal acteur du développement local,

l'impact social de leur intervention en financement semble occuper une place importante dans l'analyse d'un dossier. Par ailleurs, les répondants du profil CD n'ont aucune obligation de fournir une assurance professionnelle à leur client quant à leur estimation de la valeur potentielle d'un projet ou d'une entreprise, ce qui semble avoir pour effet indirect d'alléger le processus d'évaluation en soi. Les répondants de ce profil assumeraient donc un rôle de partenaire, voire d'allié, du promoteur en l'accompagnant, par exemple, dans les nombreuses étapes nécessaires au démarrage ou à l'exploitation efficiente de son entreprise. De plus, les répondants du profil CD n'ont aucune obligation de préserver leur indépendance face à leur clientèle. Il semble d'ailleurs que leur proximité avec les entrepreneurs leur permette, en quelques sortes, d'étayer leurs conclusions quant à la viabilité potentielle des projets et des entreprises faisant l'objet de financement. Considérant alors le fait que cette viabilité financière repose en partie sur les capacités des promoteurs à mener à bien leur projet, les répondants du profil CD considéreraient les caractéristiques liées à celui-ci tant comme un facteur de risque que comme un avantage sur les concurrents. Également, la petite taille des entreprises financées semble justifier le fait que les autres facteurs liés au capital humain, autres que ceux découlant de l'entrepreneur, occupent une moindre place dans le processus d'évaluation des dossiers dans ce profil.

Finalement, les répondants du profil GF semblent consacrer une large part de leur analyse au capital humain et, plus précisément, aux facteurs rattachés à l'entrepreneur et/ou aux membres de l'équipe de direction. De par la nature des organisations qui emploient habituellement les répondants de ce profil, plusieurs ressources internes et externes semblent disponibles et accessibles pour supporter leurs analyses. De plus, bien que ces organisations poursuivent également une mission de développement économique local, régional, national et/ou international, les investissements effectués ont également pour objectif la réalisation d'un rendement financier, plaçant alors les répondants dans le rôle d'investisseur. L'évaluation initiale d'un projet ou d'une entreprise serait donc réalisée en considération des rendements prévus sur l'investissement, d'une part, et de la valeur espérée lors d'une sortie éventuelle, d'autre

part. Ainsi, le principe de reddition de compte serait également présent dans le profil GF puisque les investissements effectués par les répondants devraient permettre aux investisseurs externes de réaliser un rendement appréciable. D'autre part, tel que mentionné précédemment, le processus d'évaluation du profil GF accorderait une place importante aux caractéristiques liées au capital humain, notamment en ce qui a trait aux capacités et compétences des gestionnaires. En ce sens, les caractéristiques liées au capital humain seraient parfois considérées à titre de facteurs de risque, pouvant même entraîner le refus d'un dossier. Cela dit, le capital humain serait davantage perçu comme une composante importante de l'avantage compétitif détenu par l'entreprise analysée. De plus, les répondants du profil GF doivent bâtir et maintenir une relation d'affaires basée sur la confiance et la communication. Ils seraient donc fortement impliqués dans la gestion de l'entreprise, non seulement par leur investissement, mais également et principalement à titre de partenaire d'affaires.

5.2 CONTRIBUTIONS DE LA RECHERCHE

Cette section présente les contributions de la recherche à la résolution de la problématique managériale portant sur l'évaluation financière du capital humain en contexte d'évaluation d'entreprise et visant l'amélioration des connaissances en la matière. À cet effet, il semble pertinent de rappeler les questions générales à la base de la recherche, qui se lisaient comme suit :

1. Quelles sont les méthodes d'évaluation utilisées pour déterminer la valeur financière du capital humain?
2. Quels sont les facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain?
3. Quelle est la valeur spécifique attribuée à ces facteurs, permettant de refléter leur importance dans le processus d'évaluation d'une entreprise?

En ce sens, les objectifs spécifiques de la recherche visaient d'abord à décrire, analyser, comprendre et documenter les méthodes d'évaluation employées par les acteurs de ce domaine lors de la détermination de la valeur d'une entreprise et, plus précisément, lors de l'évaluation financière du capital humain. La présente recherche poursuivait également l'objectif d'évaluer l'importance accordée par ces acteurs aux différents

facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain, notamment en ce qui a trait à leur identification ainsi qu'à leur valorisation en contexte d'évaluation d'entreprise. Ainsi, suite à l'analyse des résultats, il semble désormais possible d'établir quelles sont les retombées réelles de la recherche, et ce, tant au niveau théorique que pratique.

Tout d'abord, la présente recherche aborde la problématique de l'évaluation d'entreprise sous un angle différent des recherches antérieures, soit celui de l'évaluation financière du capital humain. Les résultats de la recherche confirment d'ailleurs que les méthodes traditionnelles d'évaluation ne sont pas adaptées à la réalité des actifs intangibles tels que le capital humain, et ce, malgré leur utilisation largement répandue dans la pratique. En ce sens, les acteurs du domaine de l'évaluation affirment être conscients de cette inadéquation et tenteraient de pallier cette lacune par une combinaison de méthodes traditionnelles, pour procéder à l'évaluation des entreprises, et de jugement professionnel, pour inclure l'impact du capital humain lors de celle-ci.

En ce qui a trait aux méthodes permettant l'évaluation financière du capital humain, les résultats de la recherche semblent corroborer les constatations émanant du contexte théorique puisqu'aucune des méthodes recensées ne seraient utilisées à cette fin en pratique. Essentiellement, les méthodes d'évaluation basées sur les actifs, le marché et l'exploitation ne seraient utilisées en pratique que pour l'ajustement de prévisions financières établies par les dirigeants de l'entreprise évaluée, notamment au niveau des coûts associés aux ressources humaines présentés aux résultats tels que les salaires et les dépenses de formation. Plus précisément, pour les méthodes d'évaluation basées sur les actifs, telles que celle du coût de remplacement ou de reproduction, les résultats confirment qu'il est inadéquat de considérer de tels coûts passés comme étant synonyme des avantages économiques futurs pouvant découler du capital humain, remettant par le fait même en doute la pertinence de leur utilisation pour déterminer la valeur de celui-ci. En ce qui concerne les méthodes d'évaluation basées sur le marché, les résultats de la recherche abondent dans le même sens à l'effet qu'en l'absence de

transactions comparables ou de tout autre référentiel portant spécifiquement sur le capital humain, le recours à de telles méthodes ne pourrait être envisagé pour procéder à l'évaluation financière de ce dernier. Quant aux méthodes d'évaluation basées sur l'exploitation, les résultats de la recherche corroborent les constatations théoriques soulignant la difficulté, voir l'impossibilité, d'identifier distinctement les résultats générés par l'exploitation d'une entreprise qui seraient directement attribuables au capital humain ou qui découleraient des connaissances mises à contribution par celui-ci dans le processus d'exploitation, ce qui limiterait son utilisation en pratique. Finalement, il fut impossible de valider la pertinence et l'applicabilité pratique des autres méthodes d'évaluation développées spécifiquement pour l'évaluation financière du capital humain puisqu'aucune de ces méthodes n'étaient connues des répondants, qui partagent le même avis quant au fait que ces méthodes seraient beaucoup trop théoriques et coûteuses pour réellement envisager pouvoir en faire l'usage dans la pratique. En somme, les résultats de la recherche confirment qu'aucune méthode d'évaluation n'est utilisée pour déterminer la valeur financière du capital humain en contexte d'évaluation d'entreprise, ce qui semble conséquent puisqu'aucune valeur financière ne serait attribuée distinctement à cet élément d'actif lors de l'évaluation.

Par la suite, la présente recherche visait à identifier les facteurs en lien avec le capital humain considérés par les acteurs du domaine de l'évaluation comme contribuant à la création de valeur au sein des entreprises évaluées. D'un point de vue théorique, le capital humain est une composante du capital intellectuel, tout comme le capital structurel (ou organisationnel) et le capital relationnel (ou de clientèle). Le capital humain se définit comme un ensemble de connaissances, de compétences, d'habiletés et autres caractéristiques personnelles détenues par les employés et mises à profit au sein de l'entreprise qui les emploie. De plus, parmi les éléments théoriquement recensés se retrouvent également des caractéristiques liées aux compétences, aux antécédents ainsi qu'à la crédibilité des dirigeants de l'entreprise évaluée. À cet effet, les résultats de la recherche corroborent la pertinence de ces facteurs, mais démontrent également qu'une importance prépondérante est accordée à l'entrepreneur et/ou aux

membres de l'équipe de direction en contexte d'évaluation d'entreprise, ce que la théorie ne laissait pas réellement transparaître. De plus, l'intérêt des acteurs du domaine de l'évaluation irait bien au-delà de la formation académique et des habiletés de gestion détenues ou démontrées par les dirigeants. En ce sens, une attention particulière serait plutôt accordée aux compétences transversales des gestionnaires, acquises notamment par des réalisations passées et portant sur des facteurs intangibles tels que la confiance, l'adaptation et l'équilibre. Ces éléments n'avaient pu être recensés d'un point de vue théorique. En ce qui concerne les facteurs liés aux autres types d'emploi, les résultats de la recherche rejoignent en partie les constatations émanant des études de Palacios-Marques et Garrigos-Simon (2003), Moon et Kym (2006), et Andreou (2006). En ce sens, certaines des caractéristiques désignées par ces auteurs à titre de constituantes du capital humain ont également été identifiées suite à l'analyse des résultats, notamment en ce qui a trait aux connaissances techniques et compétences spécifiques détenues par un employé, son expérience ainsi que son degré de rétention au sein de l'entreprise évaluée. Cependant, les résultats de la recherche démontrent que ces caractéristiques revêtent une importance pour les acteurs du domaine de l'évaluation principalement en situation de rareté ou de pénurie d'un type d'emploi spécifique, ainsi qu'en présence d'une forte dépendance envers un ou quelques employés clés. Puis d'autres caractéristiques ciblées dans ces études n'ont pu être confirmées d'un point de vue pratique, dont l'endurance des employés, les possibilités d'avancement professionnel et toute autre mesure liée au niveau de productivité de la main d'œuvre. De plus, la notion d'employé clé ne semble pas aussi prononcée en théorie comparativement à l'importance y étant rattachée en pratique. En effet, seul Andreou (2006) traite de cet aspect, alors que les résultats de la recherche soulignent d'emblée son importance ainsi que l'ampleur de son impact potentiel tant sur les risques que sur les avantages associés à l'exploitation de l'entreprise évaluée. Quant aux facteurs liés à l'entreprise et à l'innovation, les résultats de la recherche ne permettent pas de corroborer les constatations théoriques puisqu'au-delà de la qualité générale du climat et des relations de travail, très peu d'accent serait mis sur ces éléments en pratique lors d'une évaluation d'entreprise. Toujours d'un point de vue

théorique, l'accent semblait porter davantage sur l'utilisation du capital humain au sein de l'entreprise évaluée dans un but d'accroissement de la valeur de celle-ci, plutôt que sur la détention d'un lot de connaissances et de compétences spécifiques par les employés. Toutefois, les résultats de la recherche n'ont pas démontré un tel accent en matière d'utilisation du capital humain. À cet égard, seuls les répondants du profil GF ont souligné l'importance d'une saine gestion ainsi que d'une utilisation adéquate des compétences détenues non pas par l'ensemble de la main d'œuvre, mais spécifiquement par l'entrepreneur et/ou les membres de l'équipe de direction. Considérant principalement la nature des mandats réalisés par les répondants des autres profils, peu d'analyse porterait sur l'utilisation des ressources humaines; l'intérêt étant davantage dirigé vers l'établissement du portrait de la main d'œuvre au moment de l'évaluation.

Finalement, la présente recherche avait également pour objectif de déterminer l'importance accordée par les acteurs du domaine de l'évaluation aux facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain. Les résultats de la recherche ont d'abord permis de confirmer qu'aucune valeur financière n'était attribuée distinctement au capital humain en contexte d'évaluation d'entreprise. Tel que démontré précédemment, cela n'indique toutefois pas qu'aucun intérêt n'est porté aux différents facteurs découlant de cet actif. Au contraire, le capital humain joue un rôle important dans la valorisation d'une entreprise, ainsi que dans l'octroi de financement et la réalisation d'investissement dans cette dernière. De plus, suite à l'analyse des résultats, il est à présent possible d'identifier les phases des processus d'évaluation lors desquelles le capital humain aurait un impact indirectement sur la valorisation ainsi établie. Premièrement, les caractéristiques entourant le capital humain influenceraient le niveau de risque associé au projet ou à l'entreprise évaluée. Deuxièmement, la qualité du capital humain aurait pour conséquence d'assurer l'atteinte d'un certain niveau de rentabilité et/ou de croissance économique au sein d'une entreprise, ce qui serait alors reflété dans les résultats et les flux monétaires générés par cette dernière. Il est donc possible de constater que ces deux éléments, soit le risque et la rentabilité

d'une entreprise, sont les deux principales composantes de la formule citée précédemment de Page (1999) à la section 2.1.3 et ayant pour but de déterminer la valeur d'une entreprise ($V = \text{BAII} (1 - T_c) / K_0 - g$). En ce sens, bien que les méthodes traditionnelles d'évaluation d'entreprise laissent supposer qu'aucune valeur financière ne peut être rattachée distinctement au capital humain, les résultats de la recherche tendent à démontrer le contraire. De plus, les résultats de la recherche démontrent que les caractéristiques liées au capital humain sont bel et bien des facteurs de création de valeur, mais peuvent également être considérées comme des risques spécifiques à l'entreprise évaluée, diminuant par le fait même la valorisation de celle-ci.

D'un point de vue pratique, les résultats de la recherche ont permis d'atteindre les objectifs généraux poursuivis par celle-ci et visant l'amélioration des connaissances en ce qui a trait, d'une part, aux méthodes actuellement utilisées pour réaliser l'évaluation financière du capital humain et, d'autre part, à l'identification et la valorisation des facteurs créateurs de valeur en lien avec celui-ci. Plus précisément, l'analyse des résultats ont permis l'élaboration d'un modèle de cheminement représentant le processus d'évaluation suivi par chacun des profils de répondants. Donc en plus de pouvoir établir des comparaisons entre les profils, il fut également possible d'analyser les causes pouvant expliquer les similitudes et divergences relevées dans la réalisation des différentes étapes et phases des processus d'évaluation par les répondants. Parmi ces causes figurent notamment la taille des entreprises clientes, la nature des mandats réalisés et des services offerts par les répondants, ainsi que la mission soutenant les organisations qui emploient ces derniers. Il en est de même quant à l'importance accordée au capital humain par les répondants de chacun des profils analysés, ainsi que par rapport aux facteurs découlant de celui-ci et ayant potentiellement un impact sur la valorisation d'un projet ou d'une entreprise. Ainsi, les facteurs créateurs de valeur en lien avec le capital humain ont pu être identifiés, puis décortiqués en caractéristiques de la main d'œuvre ayant un impact sur le processus d'évaluation, et ce, pour chacun des profils. De plus, il fut également possible de démontrer que bien qu'il n'existe pas de normes formelles quant à l'évaluation financière du capital humain, les répondants

d'un même profil semblent suivre les mêmes barèmes et adopter les mêmes façons de faire en ce qui a trait à sa prise en considération dans leur processus d'évaluation des dossiers. Cette constatation peut d'ailleurs être expliquée par la forte concurrence entre les acteurs d'un même profil, qui auraient alors tendance à adopter des comportements similaires afin que leurs services soient considérés par leur clientèle comme étant compétitifs. Finalement, les résultats de la recherche ont permis de mettre en commun deux champs de recherche jusqu'à présent isolés l'un de l'autre puisque les recherches précédentes faisaient état, d'une part, des méthodes d'évaluation financières théoriquement applicables aux actifs intangibles tels que le capital humain et, d'autre part, des caractéristiques de la main d'œuvre ayant théoriquement de la valeur. Par la détermination de l'impact réel des facteurs liés au capital humain sur la valorisation financière d'une entreprise, il fut possible de faire converger ces deux pans théoriques de la recherche et d'identifier le rôle réellement occupé par le capital humain en contexte d'évaluation d'entreprise.

5.3 LIMITES DE LA RECHERCHE

Malgré les mesures prises pour assurer la qualité des résultats, il importe de préciser que la présente recherche comporte certaines limites. Sur le plan contextuel, l'environnement économique dans lequel évoluent les entreprises québécoises peut avoir un impact indirect sur la façon dont le capital humain est pris en considération, non seulement en contexte d'évaluation, mais également dans l'exploitation générale d'une entreprise. En ce sens, la pénurie de main d'œuvre qui sévit actuellement au Québec ainsi que l'explosion de l'entrepreneuriat depuis plusieurs années figurent parmi les éléments contextuels pouvant avoir influencé l'importance accordée aux ressources humaines par les acteurs du domaine de l'évaluation d'entreprise.

D'un point de vue méthodologique, certains choix faits lors de la collecte et l'analyse des données peuvent également avoir un impact sur les conclusions émanant de la recherche. Tout d'abord, il importe de rappeler qu'il s'agit d'une recherche s'inscrivant

dans un paradigme constructiviste, dont le positionnement méthodologique correspond à celui de la théorie enracinée. Ainsi, l'objectif poursuivi par la recherche n'est pas une généralisation des données, mais plutôt l'atteinte de la saturation théorique lors de la collecte et l'analyse de celles-ci. Les données ont donc été recueillies en ce sens. L'échantillon retenu pour les fins de la recherche a par ailleurs été sélectionné par le biais d'une méthode non probabiliste, ce qui limite également les possibilités de généralisation. Cependant, la saturation théorique étant atteinte et les caractéristiques des participants étant représentatives de celles des professionnels œuvrant dans chaque profil, la transférabilité des résultats à un ensemble plus grand que l'échantillon sondé demeure possible et appropriée, tel que requis dans une approche constructiviste.

De plus, la nature exploratoire de la recherche amène un nombre considérable de facteurs pouvant être recensés. Considérant l'inexistence de modèle théorique pouvant s'appliquer à la problématique managériale de laquelle émane la recherche, il est alors possible que certaines variables aient été omises dans l'analyse. De plus, le choix d'axer la recherche presque exclusivement sur les composantes liées au capital humain a pour conséquence d'exclure celles découlant potentiellement des autres composantes du capital intellectuel, soit le capital structurel (ou organisationnel) et le capital relationnel (ou de clientèle). Par le fait même, les interactions potentielles entre ces différents types de capital n'ont pas fait l'objet d'une analyse; celle-ci dépassant largement le cadre de la présente recherche. De plus, les effets découlant des négociations suivant habituellement le processus d'évaluation ont volontairement été exclus de la recherche, de manière à identifier uniquement les impacts découlant directement des facteurs liés au capital humain. Pour les profils CD et GF, il fut cependant impossible de faire complètement fi de ces effets puisqu'ils semblent omniprésents tout au long du processus d'évaluation des dossiers. Il en est de même pour les effets de la compétition entre les différents joueurs du domaine du capital investissement et du capital de développement, ainsi que ceux attribuables à la disponibilité de liquidités sur le marché du financement et de l'investissement; ces éléments entraînant indubitablement des effets dans la valorisation finale d'un projet

ou d'une entreprise par les répondants des profils CD et GF. Malgré cela, il importe de préciser que la renonciation volontaire à traiter de ces sujets n'ont toutefois pas eu d'impact sur l'exhaustivité des données collectées et analysées portant spécifiquement sur le capital humain pour les fins de la recherche.

Malgré les limites précédemment énoncées, la recherche a produit les résultats espérés, permettant l'atteinte des objectifs poursuivis par celle-ci et visant l'amélioration des connaissances en matière d'évaluation financière du capital humain. La recherche a également permis de formuler des réponses aux questions de recherche et de recenser des informations utiles pour les acteurs du domaine de l'évaluation à l'égard de la prise en considération de la valeur attribuable au capital humain en contexte d'évaluation d'entreprise.

5.4 AVENUES DE RECHERCHES FUTURES

Les résultats de la recherche confirment l'intérêt des acteurs de la pratique pour la problématique entourant l'évaluation financière du capital humain. Ainsi, une première avenue de recherche future consiste à poursuivre dans la même lignée que celle entamée par la présente recherche en investiguant davantage les différentes étapes contenues dans les modèles élaborés pour chaque profil de répondants. Il serait alors intéressant d'approfondir l'analyse des facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain, de manière à établir une pondération de l'impact réel de ceux-ci sur la valorisation d'une entreprise. En ce sens, une étude pourrait être réalisée auprès des acteurs de chaque profil sur la base d'une analyse de scénarios incluant ou non les facteurs identifiés (de style *with and without*), qui pourrait éventuellement permettre de quantifier l'impact financier des caractéristiques liées au capital humain en contexte d'évaluation d'entreprise. Il serait également pertinent de décortiquer davantage les informations consignées dans les dossiers d'évaluation afin d'identifier, voire quantifier, l'impact financier découlant des caractéristiques liées au capital humain dans la détermination de la valeur globale d'une entreprise. À la lumière des

conclusions de la recherche, il semble que les acteurs du domaine de l'évaluation reconnaissent la contribution du capital humain, en tout ou en partie, à la valeur totale d'une entreprise, sans pour autant la quantifier distinctement. Cela semble d'autant plus vrai pour les répondants du profil CC qui incluent l'ensemble de la main d'œuvre dans leurs analyses. Considérant alors que le capital humain figure parmi les actifs contributifs au goodwill, tel que déterminé par les répondants du profil CC, il serait pertinent d'isoler la valeur attribuable à chacun des facteurs liés au capital humain identifiés dans la présente recherche. Les recherches futures devraient alors porter sur la valorisation de ces facteurs créateurs de valeur en lien avec le capital humain.

Une deuxième avenue de recherche réside dans les études comparatives pouvant être menées sur différents aspects découlant de la problématique à la base de cette recherche. Considérant alors les éléments contextuels liés à l'environnement économique québécois, tels que la pénurie de main d'œuvre et la popularité de l'entrepreneuriat, il serait intéressant d'établir un parallèle entre les processus suivis par les professionnels québécois par rapport à ceux de leurs homologues canadiens, nord-américains et/ou internationaux. Il serait également envisageable de comparer les modèles établis pour les processus d'évaluation de chacun des profils avec la conception des répondants quant au processus d'évaluation idéal, dans le but de mieux refléter l'apport du capital humain à la création de valeur au sein des entreprises évaluées. Dans le même ordre d'idées, il serait intéressant de valider si les entreprises qui investissent dans la formation continue de la main d'œuvre valent davantage que celles qui omettent de tels investissements, volontairement ou non. Considérant que la valeur du capital humain peut être tributaire du niveau de formation des employés, ce qui leur permettrait notamment de maintenir les compétences nécessaires à l'exploitation efficace et efficiente d'une entreprise, il serait également possible de déterminer s'il existe une corrélation entre les sommes investies en formation continue et la valeur totale attribuée à une entreprise en contexte d'évaluation. Une telle analyse pourrait être réalisée en fonction des informations contenues dans les dossiers d'évaluation par rapport à celles divulguées par la voie des états financiers.

Une troisième avenue de recherche porte sur la valeur informative découlant des annonces en lien avec les mouvements de main d'œuvre au sein d'une entreprise. Plus précisément, en contexte d'évaluation boursière, il appert que les informations divulguées par une organisation quant à l'embauche et/ou au licenciement d'employés ont un impact sur la valorisation boursière de ladite entreprise. Cet impact pourrait également être lié à la nature du poste occupé par ces employés, notamment en ce qui a trait au niveau de responsabilité assumé par ces derniers. Ainsi, par l'entremise de la méthodologie des rendements résiduels moyens, il serait alors envisageable de quantifier l'impact financier de telles annonces sur la valorisation boursière d'une entreprise, puisque la présence de résidus moyens significatifs pourrait être interprétée comme une indication de la valeur moyenne des ressources humaines concernées. Toutefois, il semble que le contexte dans lequel l'entreprise se situe lors de l'annonce puisse également avoir un impact sur la réaction boursière. À titre d'exemple, les investisseurs risquent de réagir différemment si l'entreprise concernée par l'annonce est en difficulté financière ou en forte croissante. Dès lors, l'interprétation des résultats d'une telle analyse devrait prendre en considération le contexte entourant l'annonce, puisque les valeurs ainsi déterminées pourraient être différentes de celles théoriquement établies, compte tenu notamment des conditions dans lesquelles l'annonce ayant trait à la main d'œuvre a été faite.

Une quatrième et dernière avenue de recherche consiste à analyser la problématique de l'évaluation financière du capital humain dans une toute autre perspective, soit celle des acteurs œuvrant dans les entreprises. En ce sens, il semble que le contexte actuel de pénurie de main d'œuvre amène, voire oblige, les gestionnaires à revoir leurs façons de faire, notamment en ce qui a trait à la gestion de leurs ressources humaines. Le capital humain étant au cœur de l'exploitation de bon nombre d'entreprises, il serait pertinent de mieux comprendre son impact en matière de contribution à l'accroissement de valeur au sein des organisations qui l'emploie, du point de vue des gestionnaires, en plus de recenser les effets réels de cette nouvelle réalité sur les pratiques de gestion adoptées en contexte organisationnel.

CONCLUSION

En somme, la recherche effectuée a d'abord permis de faire ressortir une problématique importante au niveau de l'évaluation financière du capital humain. En effet, malgré le fait que cet actif incorporel semble représenter une valeur ajoutée considérable pour les entreprises exploitées dans une économie du savoir, cette valeur ne serait pas considérée distinctement dans le processus actuel d'évaluation d'entreprise, remettant alors en doute l'utilité et l'exactitude des méthodes traditionnelles d'évaluation utilisées dans ce contexte. Essentiellement, la problématique managériale de laquelle émane cette recherche s'inscrivait dans une démarche d'identification des méthodes d'évaluation pouvant être utilisées en pratique pour déterminer la valeur financière attribuable au capital humain en contexte d'évaluation d'entreprise. Cette recherche avait donc pour objectif l'amélioration des connaissances quant aux méthodes actuellement utilisées pour réaliser une telle évaluation, ainsi qu'en ce qui a trait à l'identification et la valorisation des facteurs créateurs de valeur en lien avec le capital humain.

En ce sens, l'élaboration du contexte théorique en lien avec cette problématique a permis de tirer plusieurs conclusions intéressantes. Tout d'abord, les hauts niveaux de subjectivité et d'incertitude liés à la détermination d'une valeur pour une entreprise rendraient ce processus fort complexe, et ce, surtout en ce qui a trait à l'évaluation financière d'actifs incorporels dont le rendement futur est souvent imprévisible. Dès lors, des principes fondamentaux et théoriques de l'évaluation ont été élaborés, permettant de réduire la subjectivité ainsi que l'incertitude entourant le processus d'évaluation. Plusieurs méthodes, soit celles basées sur les actifs, le marché et l'exploitation, ont été développées afin d'assurer une certaine uniformité dans l'application du processus menant à la détermination de la valeur d'une entreprise. Par contre, ces méthodes auraient pour principale lacune le fait d'avoir pour base les états financiers qui ne divulguent pas les informations nécessaires à l'évaluation financière du capital humain. Dans une tentative de pallier cette lacune, quelques méthodes

d'évaluation complémentaires ont été élaborées. Par contre, ces méthodes comporteraient également de nombreuses faiblesses qui, lorsque jumelées au caractère relativement nouveau de ce genre d'actif, limiteraient leur application dans la pratique. Cette constatation vient d'ailleurs confirmer le fait qu'une meilleure compréhension des constituantes du capital humain permettrait d'améliorer le processus d'évaluation qui ne distingue actuellement pas la valeur de tels actifs incorporels de celle du reste de l'entreprise évaluée. Par ailleurs, les résultats préliminaires obtenus par la réalisation de la résidence en entreprise ont d'abord permis de confirmer l'importance accordée au capital humain par les acteurs du domaine de l'évaluation d'entreprise, qui avouent toutefois ne pas être en mesure d'y attribuer une valeur financière distincte de la valeur globale de l'entreprise évaluée. Qui plus est, l'inexistence de définitions claires et complètes des composantes du capital humain aurait pour effet de limiter considérablement les possibilités d'évaluer ces dernières. En ce sens, ces constatations préliminaires ont alors permis de valider la problématique managériale soutenant la présente recherche et selon laquelle il serait pertinent d'obtenir une meilleure compréhension des méthodes actuellement utilisées pour procéder à l'évaluation financière du capital humain, sans oublier l'identification et la valorisation des facteurs créateurs de valeur en lien avec ce type d'actif incorporel.

Afin de bien saisir les conclusions émanant de la recherche, il importe de rappeler les choix méthodologiques ayant permis sa réalisation. Ainsi, cette recherche exploratoire s'inscrivait dans un paradigme constructiviste et, plus précisément, dans un positionnement méthodologique correspondant à la théorie enracinée. Puis en fonction des choix méthodologiques effectués dans la stratégie d'échantillonnage, un total de 43 professionnels de l'évaluation ont participé à la recherche. Les répondants ont pu être répartis en trois profils distincts. Ainsi, 10 répondants appartenaient au premier profil, soit celui des cabinets comptables au sens large du terme (profil CC), 12 appartenaient au deuxième profil, soit celui du capital de développement local (profil CD), et 21 appartenaient au troisième profil, soit celui du capital investissement (profil GF, pour gestionnaires de fonds).

Analysés sous l'angle de l'évaluation financière du capital humain, les résultats de la recherche ont permis l'élaboration de modèles représentant le processus d'évaluation suivi par chacun des profils de répondants, en plus d'identifier les étapes lors desquelles le capital humain est pris en considération par les répondants. Ainsi, quelques similitudes ont pu être constatées entre les processus des trois profils, notamment en ce qui concerne les premières étapes des processus portant principalement sur la collecte d'informations et l'évaluation des dossiers, incluant l'analyse de risques. De plus, le capital humain serait principalement pris en considération lors de ces premières étapes, et ce, par les répondants des trois profils. À l'inverse, plusieurs divergences ont pu être identifiées entre ces processus, notamment au niveau de la mise en application des phases et des étapes constituant les processus des trois profils. De plus, il appert que la troisième étape identifiée par les répondants comme prenant en considération le capital humain diffère d'un profil à un autre puisqu'il s'agirait de l'étape de l'élaboration des hypothèses pour le profil CC, comparativement à celle du rapport et recommandation pour le profil CD, et celle de la vérification diligente pour le profil GF. Aussi, le processus du profil CC est le seul à inclure une quatrième prise en considération du capital humain dans une étape distincte visant la validation de la valeur, tandis que les processus des profils CD et GF ne font pas mention d'une telle étape. Finalement, seuls les processus des profils CD et GF contiennent une quatrième phase, soit celle du suivi qui englobe à la fois le suivi financier et l'accompagnement des entrepreneurs dans l'exploitation de leur entreprise. Quant au recours aux méthodes traditionnelles d'évaluation d'entreprise, les trois profils partagent essentiellement le même avis à l'effet que les méthodes d'évaluation basées sur l'exploitation, et plus précisément la capitalisation des résultats et/ou l'actualisation des flux monétaires, sont les plus fréquemment utilisées en pratique; les autres méthodes servant alors à corroborer les résultats obtenus suite à la valorisation basée sur l'exploitation.

En ce qui concerne la problématique managériale de la recherche, soit l'évaluation financière du capital humain, il est à présent possible de conclure qu'aucune valeur financière n'est attribuée distinctement au capital humain et/ou aux caractéristiques en

découlant, et ce, pour les trois profils. Malgré cela, il appert que certaines méthodes visant à évaluer financièrement le capital humain sont tout de même utilisées, telles que la méthode du coût de remplacement ou de reproduction, mais uniquement aux fins d'ajustement des informations financières fournies par les dirigeants des entreprises évaluées. Dès lors, les résultats de la recherche démontrent que l'évaluation du capital humain est principalement de nature qualitative et vise davantage l'identification des caractéristiques découlant de cet actif et considérées comme des facteurs pouvant influencer le risque d'un projet et/ou la décision d'investir dans celui-ci. Plus précisément, les facteurs recensés en lien avec le capital humain et considérés comme contribuant à la création de valeur au sein d'une entreprise portent principalement sur l'ensemble de la main d'œuvre, l'employé clé, l'équipe de direction puis l'entrepreneur. Quant à l'entreprise et l'innovation, certains éléments entrent en ligne de compte dans les processus d'évaluation des trois profils, sans toutefois occuper une place prépondérante dans les analyses effectuées. Les résultats obtenus confirment également qu'aucune méthode d'évaluation n'est réellement adaptée à la réalité du capital humain puisque tous les répondants se fient uniquement à leur jugement professionnel ainsi qu'à leur expérience afin de procéder à l'appréciation de la qualité des caractéristiques ciblées en lien avec le capital humain. Ainsi, bien qu'aucune valeur financière ne soit déterminée pour le capital humain, plusieurs caractéristiques liées à celui-ci ont un impact sur la réalisation des processus d'évaluation, allant des ajustements apportés aux informations financières fournies par le client jusqu'au refus total du dossier. À cet égard, l'impact du capital humain dans le processus du profil CC semble se situer davantage dans l'ajustement des données servant à la valorisation de l'entreprise, tandis que les profils CD et GF semblent accorder une importance prépondérante au capital humain au niveau de la décision de poursuivre ou non le processus d'évaluation des dossiers. De plus, la principale divergence entre les processus des trois profils de répondants réside dans les caractéristiques analysées en lien avec le capital humain. Pour le profil CC, l'évaluation d'une entreprise comporterait l'analyse de l'ensemble de la main d'œuvre, alors que pour les autres répondants, l'intérêt serait porté presque exclusivement sur le promoteur pour le profil

CD et sur l'entrepreneur et les membres de l'équipe de direction pour le profil GF. Compte tenu de ce qui précède, les répondants du profil CC semblent donc les mieux outillés pour procéder à l'évaluation financière du capital humain dans sa totalité. Finalement, l'analyse des résultats de la recherche a permis de classer les profils de répondants en fonction des particularités caractérisant leur processus d'évaluation respectif. En ce sens, les répondants du profil CC agissent à titre de conseillers externes envers leur clientèle. En ce qui concerne les répondants du profil CD, ceux-ci sont davantage perçus comme des partenaires du développement local. Puis les répondants du profil GF sont considérés comme des investisseurs dû au fait qu'ils sont actifs en termes de développement économique et qu'ils recherchent la réalisation d'un certain niveau de rendement financier.

Pour conclure, il importe de souligner certaines contributions de la recherche. Du point de vue théorique, la recherche aborde la problématique de l'évaluation d'entreprise sous un angle différent des recherches antérieures, soit celui de l'évaluation financière du capital humain. En plus des réponses fournies aux questions spécifiques de la recherche, celle-ci a permis l'identification des facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain. En ce sens, les résultats de la recherche corroborent la pertinence des facteurs identifiés préalablement, mais démontrent également qu'une importance prépondérante est accordée à l'entrepreneur et/ou aux membres de l'équipe de direction en contexte d'évaluation d'entreprise, ce que la théorie ne laissait pas réellement transparaître. De plus, l'intérêt des acteurs du domaine de l'évaluation irait bien au-delà de la formation académique et des habiletés de gestion détenues ou démontrées par les dirigeants. En ce sens, une attention particulière serait plutôt accordée aux compétences transversales des gestionnaires, acquises notamment par des réalisations passées et portant sur des facteurs intangibles tels que la confiance, l'adaptation et l'équilibre. Ces éléments n'avaient pu être recensés d'un point de vue théorique. De plus, la notion d'employé clé ne semble pas aussi prononcée en théorie comparativement à l'importance y étant rattachée en pratique. Toujours d'un point de vue théorique, l'accent mis sur l'utilisation du capital humain, plutôt que sur la

détention de connaissances et de compétences par les employés, n'a pu être confirmée par les résultats de la recherche.

D'un point de vue pratique, les résultats de la recherche ont permis de démontrer que bien qu'il n'existe pas de normes formelles quant à l'évaluation financière du capital humain, les répondants d'un même profil adoptent tout de même des façons de faire identiques en ce qui a trait à sa prise en considération en contexte d'évaluation. La présence d'une forte concurrence entre les acteurs d'un même profil semble justifier le fait d'adopter des comportements similaires dans le but d'offrir des services considérés par les clients comme étant compétitifs. De plus, la recherche a permis de mettre en commun deux champs de recherche jusqu'à présent isolés l'un de l'autre. En effet, l'identification du rôle réellement occupé par le capital humain en contexte d'évaluation d'entreprise a permis de conjuguer les recherches précédentes portant sur les méthodes d'évaluation financières théoriquement applicables aux actifs intangibles tels que le capital humain et celles visant l'identification des caractéristiques de la main d'œuvre ayant théoriquement de la valeur. L'amélioration des connaissances en lien avec la problématique managériale à la base de la présente recherche constitue donc une avancée intéressante et fort pertinente pour le domaine de l'évaluation d'entreprise.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- AFIC, BVCA et EVCA (2006). *Guide International d'Évaluation à l'Usage du Capital Investissement et du Capital Risque*. Saisie le 14 octobre 2008, de <http://www.reseaucapital.com/index.html>.
- Albo, W., Bryk, A. et Pigott, A. (2000). *Purchase & Sale of Privately-Held Businesses (3rd ed.)*. Canada: Canadian Cataloguing in Publication Data.
- Andreou, A. N. (2006). *An exploratory study to identify operational knowledge assets from intangible value drivers in the high tech sector*. Thèse de doctorat, The George Washington University, United States - District of Columbia.
- Anson, W. et Ahya, C. (2004). Transfer Pricing: Establishing Royalty Rates and Cost Sharing Arrangements. *Valuation Strategies*, 8(2), 34-39.
- Aspers, P. (2010). The Second Road to Phenomenological Sociology. *Society*, 47(3), 214-219.
- Baldi, F. (2005). Valuing a Leveraged Buyout: Expansion of the Adjusted Present Value by Means of Real Options Analysis. *The Journal of Private Equity*, 8(4), 64-81.
- Barber, E. et Manger, G. (1997). Improving management's valuations of human capital in small firms. *The Journal of Management Development*, 16(7), 457-465.
- Barrow, C., Copin, G., Lange, J., Leleux, B. et al. (2001). Valuing High Growth Potential Companies: An International Comparison of Practices by Leading Venture Capitalists and Underwriters. *Management International*, 6(1), 55-73.
- Batra, G. S. (1996). Human resource auditing as a tool of human resource valuation: interface and emerging practices. *Managerial Auditing Journal*, 11(8), 23-30.
- Becker, G. S. (1993). *Human Capital: a theoretical and empirical analysis, with special reference to education* (3^e éd.). New York, National Bureau of Economic Research. (1^{ère} éd. 1964).

- Blair, M. M. (1996). *Wealth Creation and Wealth Sharing: A Colloquium on Corporate Governance and Investments in Human Capital*. Washington, D. C.: Brookings Institution Press.
- Blair, M. M. et Kochan, T. A., Editors (2000). *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation*. Washington, D. C.: Brookings Institution Press.
- Blair, M. M. et Wallman, S. M. H. (2001). *Unseen Wealth: Report of the Brookings Task Force on Intangibles*. Washington, D. C.: Brookings Institution Press.
- Blanchette, M. et Labelle, A. (1998). *L'ABC de l'évaluation d'entreprise*. Ordre des Comptables Agréés du Québec - Programme de Formation Professionnelle des Candidats à l'Exercice de la Profession.
- Boer, P. F. (1999). *The valuation of technology*. Wiley Operations Management.
- Boivin, A. (2004). *Évaluation d'entreprise privée - Théories, Méthodes et Applications*.
- Bontis, N. (1996). There's a price on your head: Managing intellectual capital strategically. *Business Quarterly*, 60(4), 40-47.
- Bontis, N. (1998). Intellectual capital: an exploratory study that develops measures and models. *Management Decision*, 36(2), 63-76.
- Bontis, N., Dragonetti, N. C., Jacobsen, K. et Roos, G. (1999). The knowledge toolbox: A review of the tools available to measure and manage intangible resources. *European Management Journal*, 17(4), 391-402.
- Bose, S. et Thomas, K. (2007). Valuation of intellectual capital in knowledge-based firms. *Management Decision*, 45(9), 1484-1496.
- Boulton, R. E. S., Libert, B. D. et Samek, S. M. (2000). *Cracking the Value Code: How Successful Businesses Are Creating Wealth in the New Economy*. New York: HarperCollins Publishers Inc.
- Brassard, É. (1995). *La finance et la comptabilité de gestion*. Québec: Socle Éditeur inc.

- Busenitz, L. W., Fiet, J. O. et Moesel, D. D. (2004). Reconsidering the venture capitalists' "value added" proposition: An interorganizational learning perspective. *Journal of Business Venturing*, 19(6), 787-807.
- Caby, J. et Hirigoyen, G. (2005). *Création de Valeur et Gouvernance de l'Entreprise* (3e éd.). Paris: Economica.
- Campbell, I. R. et Johnson, H. E. (2001). *The Valuation of Business Interests*. Canada: National Library of Canada Cataloguing in Publication Data.
- Caron, M. (2007). *Le Cas Cythéris*. Canal Éducatif à la Demande, saisie le 2 février 2009, de <http://canal-educatif.fr/Video/Economie/013-investissement-france-biotech/400.html>
- Chalmers, A. F. (1987). *Qu'est-ce que la science? : Récents développements en philosophie des sciences : Popper, Kuhn, Lakatos, Feyerabend*. (M. Biezunski Trad.). Paris: Éditions La Découverte.
- Chang, S.-L. (2007). *Valuing intellectual capital and firms' performance: Modifying Value Added Intellectual Coefficient (VAIC(TM)) in Taiwan IT industry*. D.B.A., Golden Gate University, Ann Arbor.
- Checkland, P. (1995). Soft Systems Methodology and its Relevance to the Development of Information Systems. In F. Stowell (dir.), *Information Systems Provision* (p. 1-17). Angleterre: McGraw-Hill Book Company Europe.
- Chen, M.-C., Cheng, S.-J. et Hwang, Y. (2005). An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 6(2), 159-176.
- Cherif, M. (2007). *Techniques modernes d'évaluation des entreprises*. Paris: Ellipses Édition Marketing.
- Clegg, C. et Walsh, S. (1998). Soft Systems Analysis. In G. Symon et C. Cassell (dir.), *Qualitative Methods & Analysis in Organizational Research: A Practical Guide* (p. 211-233). Angleterre: Sage Publications Ltd.
- Comptables Professionnels Agréés (CPA) du Canada (2018). *Manuel de CPA Canada - Comptabilité*. Toronto : Partie I – Cadre conceptuel de l'information financière, IFRS 2 et IAS 38; Partie II, chapitres 1000, 1582 et 3064.

Conseil de recherches en sciences humaines du Canada (CRSH), Conseil de recherches en sciences naturelles et en génie du Canada (CRSNG), Instituts de recherche en santé du Canada (IRSC) (2014). Énoncé de politique des trois Conseils : Éthique de la recherche avec des êtres humains, décembre 2014.

Corbin, J. et Strauss, A. (2015). *Basics of Qualitative Research: Techniques and Procedures for developing Grounded Theory* (2^e éd.). SAGE Publications Inc. (1^{ère} éd. 1990).

Corley, K. G. et Gioia, D. A. (2004). Identity Ambiguity and Change in the Wake of a Corporate Spin-off. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 173-208.

Creswell, J. W. (2013). *Qualitative Inquiry and Research Design: Choosing Among Five Approaches* (3^e éd.). Californie : SAGE Publications, Inc. (2^e éd. 2007).

Cumming, D., Fleming, G. et Schwienbacher, A. (2008). Financial intermediaries, ownership structure and the provision of venture capital to SMEs: evidence from Japan. *Small Business Economics*, 31(1), 59-92.

Daryaei, A. A. P., Pakdel, A. et Damirchi, Q. V. P. (2011). Intellectual capital, corporate value and corporate governance (Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE)). *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, 3(6), 865-873.

Demartini, P. et Paoloni, P. (2011). Assessing human capital in knowledge intensive business services. *Measuring Business Excellence*, 15(4), 16-26.

Deschamps, C. (1993). *L'approche phénoménologique en recherche*. Montréal: Guérin, éditeur ltée.

Durnev, A. et Han Kim, E. (2005). To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461-1493.

Dye, S. T. (2006). Key Person Discount: Overlooked and Underutilized. *Valuation Strategies*, 9(5), 4-9.

Firer, S. et Williams, M. S. (2003). Intellectual capital and traditional measures of corporate performance. *Journal of Intellectual Capital*, 4(3), 348-360.

- Fortin, M.-F. (2006). *Fondements et étapes du processus de recherche*. Montréal: Les Éditions de la Chenelière inc.
- Friedman, A. et Lev, B. (1974). A Surrogate Measure for the Firm's Investment in Human Resources. *Journal of Accounting Research*, 12(2), 235-250.
- Gamerschlag, R. (2013). Value relevance of human capital information. *Journal of Intellectual Capital*, 14(2), 325-345.
- Giuliani, M. et Marasca, S. (2011). Construction and valuation of intellectual capital: a case study. *Journal of Intellectual Capital*, 12(3), 377-391.
- Grenier, C. et Josserand, E. (1999). Recherches sur le contenu et recherches sur le processus. In C. Pinson (dir.), *La recherche qualitative – Fondements et pratiques* (p. 104-136). Montréal: Éditions Nouvelles AMS.
- Greenwood, D. J. et Levin, M. (1998). *Introduction to Action Research - Social Research for Social Change*. Californie: SAGE Publications, chapitres 1 et 5.
- Guba, E. G. et Lincoln, Y. S. (1994). Competing Paradigms in Qualitative Research. In N. K. Denzin et Y. S. Lincoln (dir.), *Handbook of Qualitative Research* (p. 105-117). Californie: SAGE Publications.
- Goyette, G., Boutin, G. et Lessard-Hébert, M. (1997). *La recherche qualitative : fondements et pratiques*. Montréal : Éditions Nouvelles AMS.
- Hardgrove, M. W. et Voloshko, A. (2003). Maximize your global IP. *Journal of Accountancy*, 195(4), 43-47.
- Heffes, E. M. (2001). Challenging measures for IC. *Financial Executive*, 17(5), 63.
- Hlady Rispal, M. (2002). *La méthode des cas*. Bruxelles: De Boeck Université.
- Howitt, I. A. (2003). Estate of Deputy. *Valuation Strategies*, 7(2), 35-39.
- Johnson, G. L. (1986). *Research Methodology for Economists: Philosophy and Practice*. New York: Collier Macmillan.

- Johnson, H. E. (2011). *Building Value in Your Company*. Canada: Library and Archives Canada Cataloguing in Publication.
- Johnson, H. E. (2012). *Business Valuation*. Canada: Library and Archives Canada Cataloguing in Publication.
- King, K. (2007). A case study in the valuation of a database. *Journal of Database Marketing & Customer Strategy Management*, 14(2), 110-119.
- Koller, T., Goedhart, M. et Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (4th ed.). New Jersey: John Wiley and Sons, Inc. (1st ed. 1990).
- Lagrost, C., Martin, D., Dubois, C. et Quazzotti, S. (2010). Intellectual property valuation: how to approach the selection of an appropriate valuation method. *Journal of Intellectual Capital*, 11(4), 481-503.
- Lev, B. (2001). *Intangibles : management, measurement, and reporting*. Washington: The Brookings Institution.
- Lev, B. (2003). Remarks on the Measurement, Valuation, and Reporting of Intangible Assets. *Economic Policy Review – Federal Reserve Bank of New York*, 9(3), 17-22.
- Lindsey, L. (2008). Blurring Firm Boundaries: The Role of Venture Capital in Strategic Alliances. *The Journal of Finance*, 63(3), 1137-1168.
- Low, J. et Kalafut, P. C. (2002). *Invisible Advantage: How Intangibles are Driving Business Performance*. Cambridge: Perseus Publishing.
- Lukka, K. (2010). The roles and effects of paradigms in accounting research. *Management Accounting Research*, 21(2), 110-115.
- Malmi, T. (2010). Reflections on paradigms in action in accounting research. *Management Accounting Research*, 21(2), 121-123.
- Marr, B. (2008). Intangible Asset Measurement. *Financial Management*, 32-34.

- Miles, M. B. et Huberman, M. A. (2003). *Analyse des données qualitatives* (2e éd.). Paris : De Boeck Université (1re éd. 1994).
- McInnis, G. (2007). Fair Value: Hot Issues and Reality. In *The Journal of Business Valuation: Proceedings of the Sixth Joint Business Valuation Conference of The Canadian Institute of Chartered Business Valuators and The American Society of Appraisers*, Toronto, October 19-20, 2006, 85-90.
- Milost, F. (2007). A dynamic monetary model for evaluating employees. *Journal of Intellectual Capital*, 8(1), 124-138.
- Moon, Y. J. et Kym, H. G. (2006). A Model for the Value of Intellectual Capital. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 23(3), 253-269.
- Morissette, D. (1999). *Valeurs mobilières et gestion de portefeuille* (3e éd.). Trois-Rivières: Les Éditions SMG (1ère éd. 1993).
- Mouritsen, J., Nikolaj, P. et Marr, B. (2004). Reporting on intellectual capital: why, what and how? *Measuring Business Excellence*, 8(1), 46-54.
- Mubarik, M. S., Chandran, V. G. R. et Devadason, E. S. (2018). Measuring human capital in small and medium manufacturing enterprises: What matters? *Social Indicators Research*, 137(2), 605-623.
- Namasivayam, K. et Basak, D. (2006). Human capital in service organizations: identifying value drivers. *Journal of Intellectual Capital*, 7(3), 381-393.
- Naslmosavi, S., Ghasemi, G. et Mehri, M. (2011). Using Two New Models for Measuring the Intellectual Capital. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, 3(2), 358-365.
- Nieto, M. et Pérez, W. (2000). The Development of Theories from the Analysis of the Organisation: Case Studies by the Patterns of Behaviour. *Management Decision*, 38(10), 723-733.
- Nowicki, M. D., Lewis, E. E. et Lippitt, J. W. (2005). Preparing Your Business for Valuation. *New England Journal of Entrepreneurship*, 8(1), 59-64.

- Olsen, M. G., Halliwell, M. et Gray, R. P. (2007). Intangible Value: Delineating Between Shades of Gray. *Journal of Accountancy*, 203(5), 66-72.
- Ouziel, J. (2004). La valorisation du capital humain. *La Revue des Sciences de Gestion : Direction et Gestion*, 39(210), 7-17.
- Page, J.-P. (1999). *Gestion financière pour experts comptables et financiers*. Sherbrooke: Les Éditions DTR.
- Paillé, P. (1994). L'analyse par théorisation ancrée. *Cahiers de recherche sociologique*, 23, 149-181.
- Palacios-Marques, D. et Garrigos-Simon, F. J. (2003). Validating and measuring IC in the biotechnology and telecommunication industries. *Journal of Intellectual Capital*, 4(3), 332-347.
- Pantzalis, C. et Park, J. C. (2009). Equity market valuation of human capital and stock returns. *Journal of Banking & Finance*, 33(9), 1610-1623.
- Peelo, D. (2005). The Multiple in Share Valuations. *Accountancy Ireland*, 37(1), 59-60.
- Pellegrino, M. (2008). Misusing Fair Market Value. *Valuation Strategies*, 11(4), 12-48.
- Pellegrino, M. et Buuck, D. (2007). Valuing early-stage technologies. *Valuation Strategies*, 10(5), 4-13 et 44-47.
- Petersen, C., Plenborg, T. et Schøler, F. (2006). Issues in Valuation of Privately Held Firms. *The Journal of Private Equity*, 10(1), 33-48.
- Pires, A. P. (1997). Échantillonnage et recherche qualitative : essai théorique et méthodologie. In Poupart, Deslauriers, Groulx, Lafrenière Mayer et Pires (dir.), *La recherche qualitative : Enjeux épistémologiques et méthodologiques* (p. 113-172). Montréal : Gaétan Morin.
- Pluchart, J.-J. (2005). L'évaluation Comptable et Financière des Ressources Humaines de l'Entreprise. *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, 57, 4-17.

- Porter, M. E. (2008). *On Competition – Updated and Expanded Edition*. Boston : Harvard Business School Publishing.
- Porter, M. E. (1998). *Competitive Advantage – Creating and Sustaining Superior Performance*. New York : The Free Press.
- Pratch, L. (2005). Value-Added Investing: A Framework for Early Stage Venture Capital Firms. *The Journal of Private Equity*, 8(3), 13-29.
- Prévost, P. (2008). *La méthodologie des systèmes souples*. Faculté d'administration - Université de Sherbrooke.
- Prévost, P. (1996). *L'intervention support à la recherche en gestion*. Document de travail, Faculté d'Administration, Université de Sherbrooke.
- Purohit, H. et Tandon, K. (2015). Intellectual Capital, Financial Performance and Market Valuation: A Study on IT and Pharmaceutical Companies in India. *The IUP Journal of Knowledge Management*, 13(2), 7-24.
- Qin, R. (2007). *Attaining knowledge workforce agility in a product life cycle environment using real options*. Thèse de doctorat, The Pennsylvania State University, United States - Pennsylvania.
- Ramanauskaite, A. et Rudzioniene, K. (2013). Intellectual Capital Evaluation: Return on Assets Methods Versus Market Capitalization Methods. *In*, Kidmore End, 2013/04/Apr 2013.
- Reilly, R. F. (2004). Corporate acquiror procedures to avoid overpricing merger and acquisition transactions. *Valuation Strategies*, 7(4), 30-37.
- Reilly, R. F. (2006). Valuation of the trained and assembled workforce intangible asset. *Valuation Strategies*, 10(2), 16-30.
- Reilly, R. F. (2008). Effective Intellectual Property Valuation Reports. *Valuation Strategies*, 11(5), 28-37.
- Reilly, R. F. et Schweihs, R. P. (1999). *Valuing Intangible Assets*. New York: McGraw-Hill.

- Renard, L., St-Amant, G. et Ben Dhaou, S. (2007). Présentation critique de l'approche basée sur les ressources. *In ACFAS 2007*.
- Réseau Capital (2008). *Définition du capital de risque*. Saisie le 14 octobre 2008, de <http://www.reseaucapital.com/Association/Definition.html>.
- Robinson, G. et Kleiner, B. H. (1996). How to measure an organization's intellectual capital. *Managerial Auditing Journal*, 11(8), 36-39.
- Robson, C. (2002). *Real World Research* (2e éd.). Oxford, GB: Blackwell Publishing (1re éd. 1993).
- Sapienza, H. J., Manigart, S. et Vermeir, W. (1995). A comparison of venture capitalist governance and value-added in the U.S. and Western Europe. *Academy of Management Journal*, 105-109.
- Sapienza, H. J., Manigart, S. et Vermeir, W. (1996). Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, 11(6), 439-469.
- Savoie-Zajc, L. (1997). L'entrevue semi-dirigée. *In* B. Gauthier (dir.), *Recherche sociale, de la problématique à la collecte des données* (p. 263-285). Québec : Presses de l'Université du Québec.
- Seppä, T. J. et Laamanen, T. (2001). Valuation of venture capital investments: Empirical evidence. *R & D Management*, 31(2), 215-230.
- Scheig, G. E. (2006). Aging Workforce Has Valuation and Intellectual Property Considerations. *Natural Gas & Electricity*, 23(1), 28-31.
- Schultz, T. W. (1961). Investment in Human Capital. *The American Economic Review*, 51(1), 1-17.
- Schumann, C. P. S. (2006). Improving Certainty in Valuation Using the Discounted Cash Flow Method. *Valuation Strategies*, 10(1), 4-13.
- Shaikh, J. M. (2004). Measuring and Reporting of Intellectual Capital Performance Analysis. *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 4(1/2), 439-448.

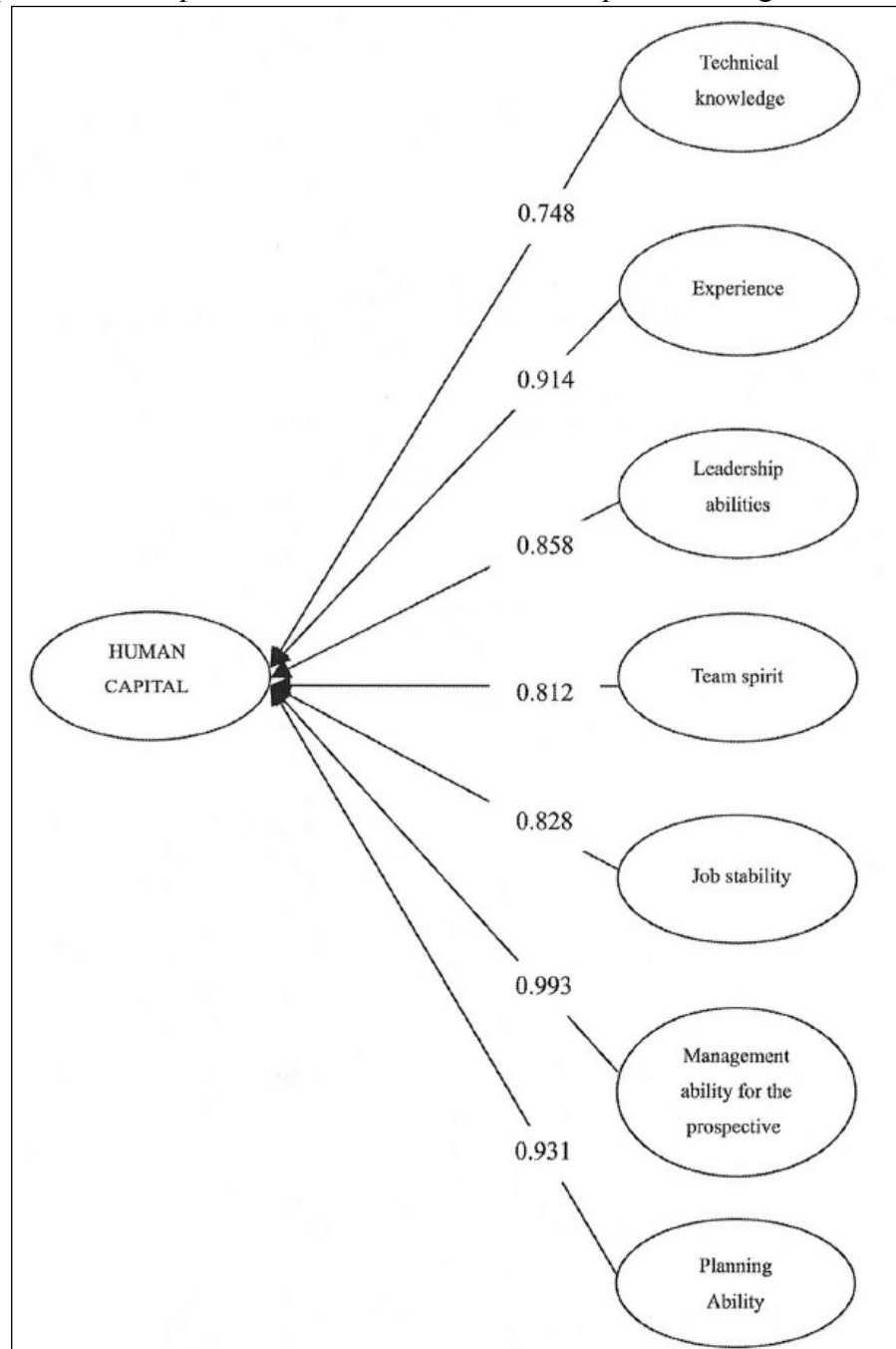
- Slee, R. T. (2004). Creating Private Business Value. *Valuation Strategies*, 7(5), 26-33.
- Smith, H. J. et Smith, T. F. (2005). Family-Owned Business Valuation Is More Art than Science. *Financial Executive*, 21(3), 18.
- Ståhle, P., Ståhle, S. et Aho, S. (2011). Value added intellectual coefficient (VAIC): A critical analysis. *Journal of Intellectual Capital*, 12(4), 531-551.
- Stanko, B. B., Zeller, T. L. et Melena, M. F. (2014). Human asset accounting and measurement: Moving forward. *Journal of Business & Economics Research*, 12(2), 93-104.
- Stewart, T. A. (2001). Accounting gets radical. *Fortune*, 143(8), 184-194.
- Stewart, T. A. (1999). *Intellectual capital: The New Wealth of Organizations* (2^e éd.). Bantam Doubleday Dell Publishing Group Inc. (1^{ère} éd. 1997).
- Strauss, A. et Corbin, J. (s.d.). Grounded Theory Methodology: An Overview. In *Strategies of Inquiry* (p. 273-285).
- Swartz, G. E., Swartz, N. P. et Firer, S. (2006). An empirical examination of the value relevance of intellectual capital using the Ohlson (1995) valuation model. *Meditari Accountancy Research*, 14(2), 67-81.
- Tashakkori, A. et Teddlie, C. (1998). *Mixed Methodology - Combining Qualitative and Quantitative Approaches*. Californie: SAGE Publications, chapitres 1 et 2.
- Thaker, K. (2001). Financial management analysis of knowledge capital and earning with reference to selected companies in India. *Journal of Financial Management & Analysis*, 14(2), 67-82.
- Thietart, R.-A. (2007). *Méthodes de recherche en management* (3^e éd.). Paris: Dunod (1^{re} éd. 1999).
- Thomas, R. et Schostag, R. (2006). Discounted Cash Flow Method: using new modeling to test reasonableness. *Valuation Strategies*, 10(1), 24-31.

- Veltri, S. et Silvestri, A. (2011). Direct and indirect effects of human capital on firm value: evidence from Italian companies. *Journal of HRCA : Human Resource Costing & Accounting*, 15(3), 232-254.
- Vidotto, J. D. F., Forenhof, H. A., Selig, P. M. et Bastos, R. C. (2017). A human capital measurement scale. *Journal of Intellectual Capital*, 18(2), 316-329.
- Welpe, I., Lutz, S. et Barthel, E. (2007). The Theory of Real Options as Theoretical Foundation for the Assessment of Human Capital in Organizations. *Zeitschrift für Personalforschung*, 21(3), 274-294.
- Wise, R. M. (2004). Évaluer selon le marché. *CA Magazine*, Janvier-février 2004.
- Yin, R. K. (1997). The Abridged Version of Case Study Research. In L. Buckman et L. J. Rog (dir.), *Handbook of Applied Social Research* (p. 229-259). Angleterre: Sage Publications Ltd.
- Zéghal, D. et Maaloul, A. (2010a). Le traitement comptables des intangibles, ses conséquences et les solutions envisagées : Une revue de la littérature. Capital immatériel : État des lieux et perspectives. Montpellier : France.
- Zéghal, D. et Maaloul, A. (2010b). Analysing value added as an indicator of intellectual capital and its consequences on company performance. *Journal of Intellectual Capital*, 11(1), 39-60.
- Zupancic, M. (2018). Employees: Invisible Added Value of a Company. *Our Economy*, 64(2), 52-61.

ANNEXE A

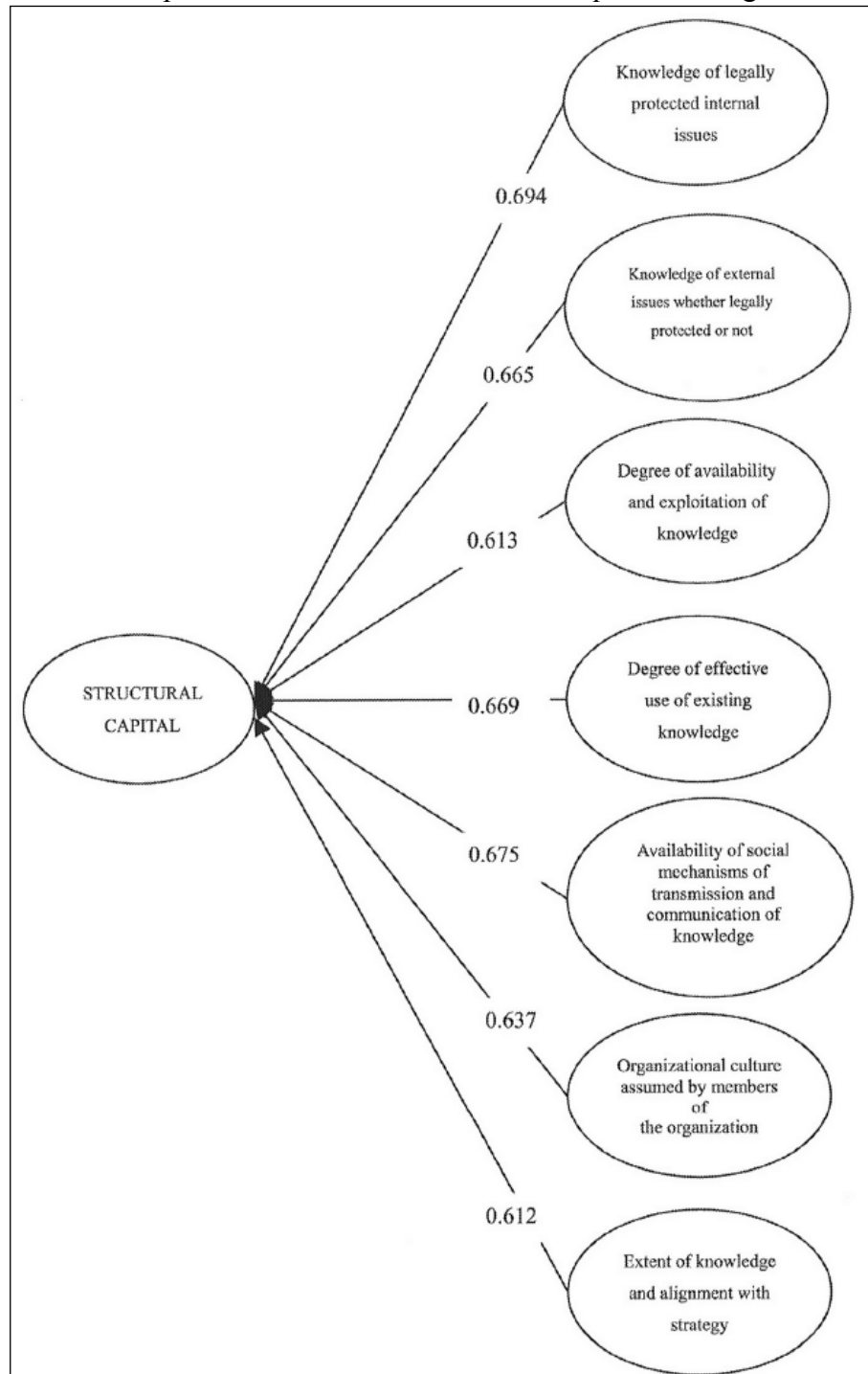
RÉSULTATS DE L'ÉTUDE DE PALACIOS-MARQUES ET GARRIGOS-SIMON (2003)

Figure A.1
Composantes du capital humain selon Palacios-Marques et Garrigos-Simon (2003)



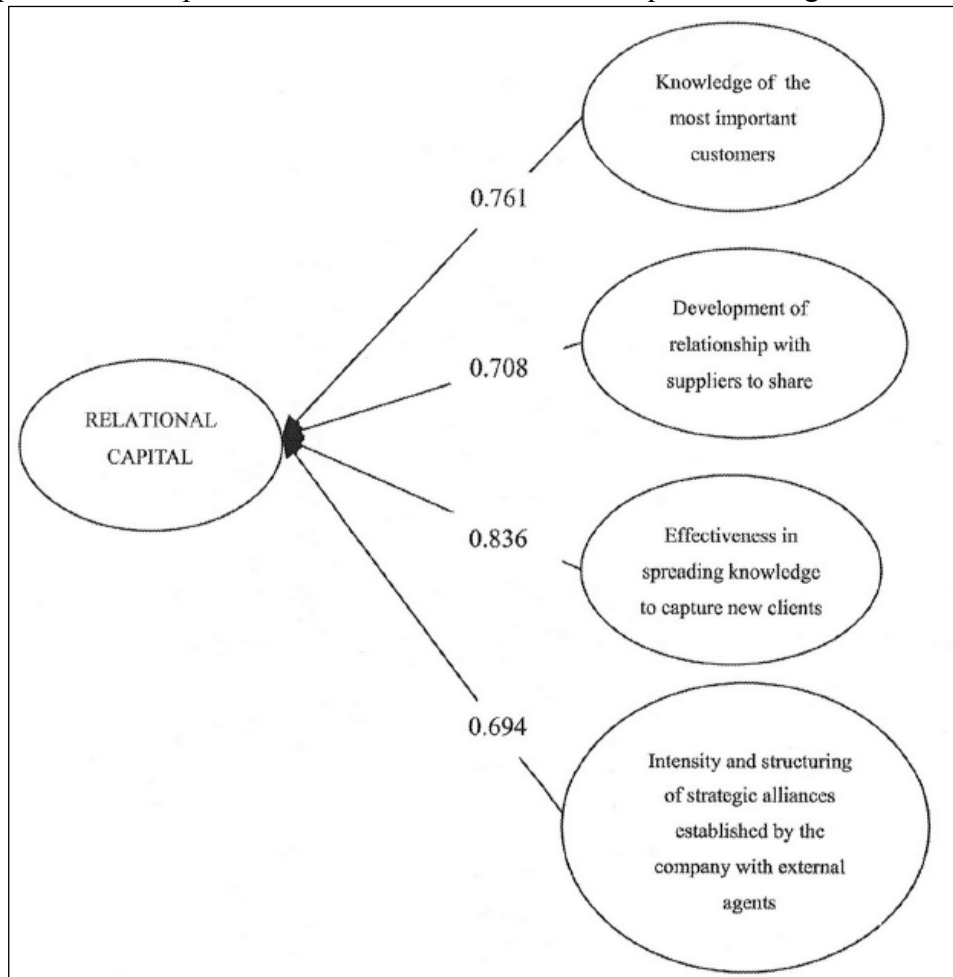
Palacios-Marques et Garrigos-Simon (2003), p. 338.

Figure A.2
Composantes du capital structurel selon Palacios-Marques et Garrigos-Simon (2003)



Palacios-Marques et Garrigos-Simon (2003), p. 339.

Figure A.3
Composantes du capital relationnel selon Palacios-Marques et Garrigos-Simon (2003)



Palacios-Marques et Garrigos-Simon (2003), p. 340.

ANNEXE B

RÉSULTATS DE L'ÉTUDE DE BONTIS (1998)

Tableau B.1
Composantes du capital intellectuel selon Bontis (1998)

Appendix 1. Summary of survey items (excerpts from questionnaire)									
Human capital									
H1	competence ideal level				H11	employees perform their best			
H2	succession training program				H12	recruitment program comprehensive			
H3	planners on schedule				H13R	big trouble if individuals left			
H4	employees cooperate in teams				H14R	rarely think actions through			
H5R	no internal relationships				H15R	do without thinking			
H6	come up with new ideas				H16	individuals learn from others			
H7	upgrade employees' skills				H17	employees voice opinions			
H8	employees are bright				H18	get the most out of employees			
H9	employees are best in industry				H19R	bring down to others' level			
H10	employees are satisfied				H20	employees give it their all			
Customer capital									
C1	customers generally satisfied				C10	meet with customers			
C2	reduce time to resolve problem				C11	customer info disseminated			
C3	market share improving				C12	understand target markets			
C4	market share is highest				C13R	do not care what customer wants			
C5	longevity of relationships				C14	capitalize on customers' wants			
C6	value added service				C15R	launch what customers don't want			
C7	customers are loyal				C16	confident of future with customer			
C8	customers increasingly select us				C17	feedback with customer			
C9	firm is market-oriented								
Structural capital									
S1	lowest cost per transaction				S9	develops most ideas in industry			
S2	improving cost per revenue \$				S10	firm is efficient			
S3	increase revenue per employee				S11	systems allow easy info access			
S4	revenue per employee is best				S12	procedures support innovation			
S5	transaction time decreasing				S13R	firm is bureaucratic nightmare			
S6	transaction time is best				S14	not too far removed from each other			
S7	implement new ideas				S15	atmosphere is supportive			
S8	supports development of ideas				S16R	do not share knowledge			
Performance									
P1	industry leadership				P6	after-tax return on assets			
P2	future outlook				P7	after-tax return on sales			
P3	profit				P8	overall response to competition			
P4	profit growth				P9	success rate in new product launch			
P5	sales growth				P10	overall business performance			
Note: R – reverse coded items									

Appendix 2. Statistical highlights on selected model specification									
Table A1									
	Number of items		Internal consistency (Fornell and Larcker)		Discriminant validity correlation of constructs			R squared (%)	
Human	7		0.9194		0.936				
Customer	7		0.9228		0.499	0.940		24.43	
Structural	7		0.9258		0.492	0.197	0.943	24.89	
Performance	9		0.9535		0.509	0.639	0.508	0.967	56.02
Human capital	H8	H15R	H9	H20	H18	H6	H11		
	0.8055	0.7855	0.8392	0.8556	0.7006	0.7059	0.8091		
Customer capital	C14	C1	C16	C9	C6	C5	C8		
	0.8189	0.7924	0.8365	0.7297	0.8205	0.7879	0.7706		
Structural capital	S10	S2	S6	S5	S1	S3	S4		
	0.8215	0.8431	0.8030	0.7368	0.7873	0.8058	0.8021		
Performance	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10
	0.7823	0.8209	0.8978	0.7977	0.8514	0.8348	0.8054	0.7406	0.9591

Bontis (1998), p. 75.

ANNEXE C

RÉSULTATS DE L'ÉTUDE DE MOON ET KYM (2006)

Tableau C.1
Composantes du capital intellectuel selon Moon et Kym (2006)

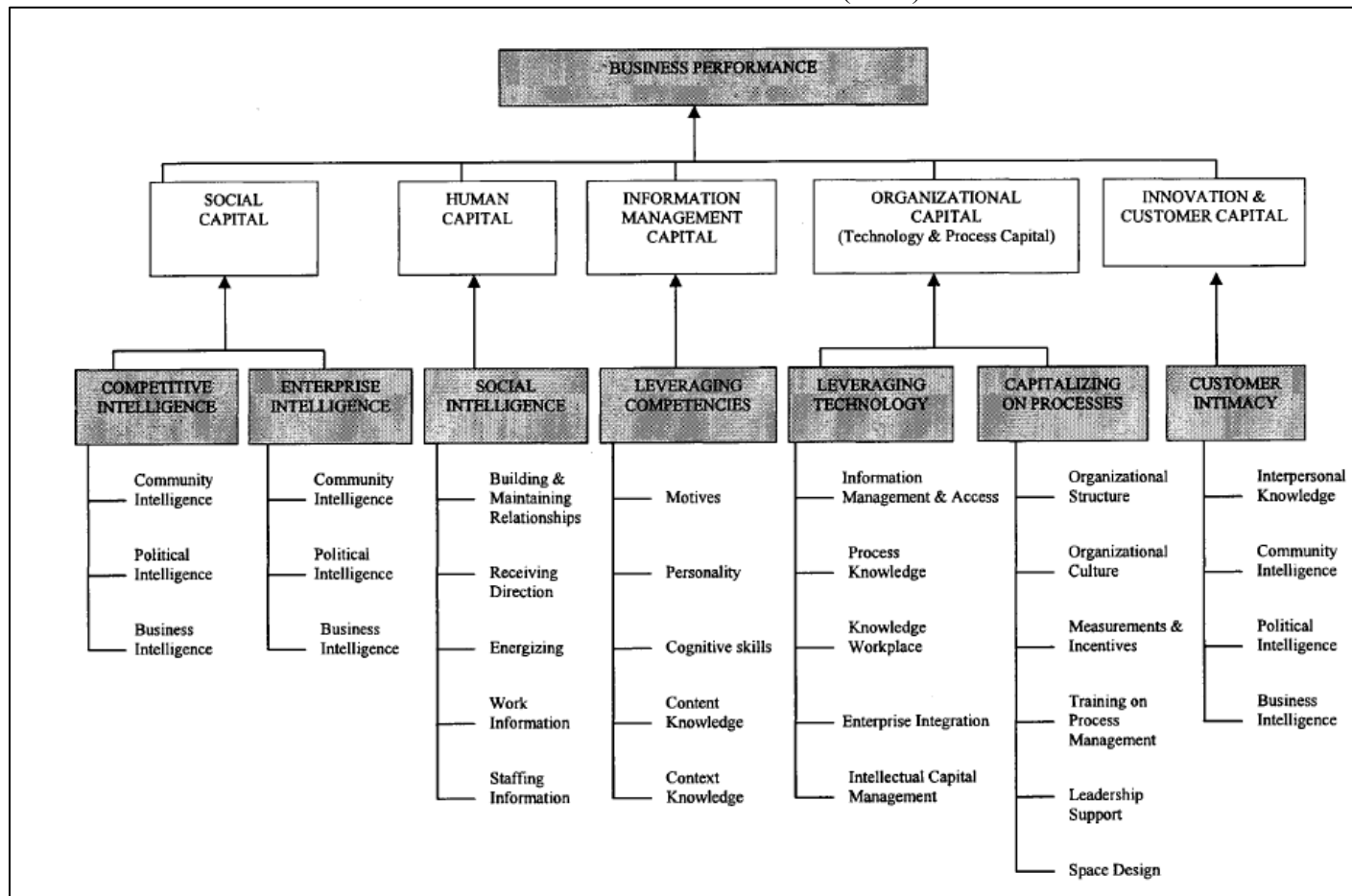
Appendix C <i>Dimensions, Factors, and Indices</i>			
	Cronbach α if item were deleted		Cronbach α if item were deleted
Human capital		Structural capital — continued	
F1 Employee capability		F6 Organizational process	
1. number of employees having authorized certificates	0.51	1. efficiency of production process	0.84
2. employees' level of knowledge of their work	0.52	2. level of automation in production processes	0.84
3. average training time each month	0.81	3. responsibilities for product quality	0.84
F2 Employee sustainability		4. delivery agility	0.85
1. average length of services in the same position	0.62	5. average number of channels for delivering products to customers	0.85
2. average length of services in a company	0.62	6. level of after-sale service program	0.85
3. average annual employee separation rate	0.68	7. level of forming long-term strategy for a firm's goal	0.85
4. average annual experts' separation rate	0.85	8. level of strategy achievement	0.86
F3 Employee satisfaction		9. systematic and reasonable compensation system according to performance	0.87
1. general satisfaction level with a company	0.79	F7 Intellectual property	
2. satisfaction level with evaluation system	0.79	1. number of IP contained within a company	0.85
3. satisfaction level with welfare condition of a company	0.81	2. average number of IP per year	0.85
4. satisfaction level with job environment	0.82	3. market values of IP	0.86
5. satisfaction level with payment wages	0.85	4. level of use of IP	0.86
Structural capital		5. position of responsibility division for IP	0.90
F4 Culture		Relational capital	
1. employees' awareness organizational goal and vision	0.85	F8 Customer	
2. investment in and support of innovation	0.86	1. Customer loyalty	0.88
3. number of products in development	0.86	2. Rate of repetitive buying	0.88
4. ratio of putting launching products each year (compared to rival company)	0.87	3. Customer trust in employees	0.88
5. ratio of R&D researchers (compared to rival company)	0.87	4. Market share	0.88
6. organizational program to create employee ideas	0.87	5. Ratio of new customers against customers lost	0.88
7. execution level of created ideas	0.89	6. Ratio of steady customers (more than 5 years in relationship)	0.88
F5 Information systems		7. Efficiency of brand management activities	0.85
Usage of information acquired through IS		F9 Partner	
1. importance	0.89	1. Negotiation power against partners	0.89
2. relevance	0.89	2. Power to occupy superior position in transaction with partners	0.79
3. accuracy	0.89	3. General level of satisfaction of partners	0.71
4. timeliness	0.89	4. Possibility of preserving relationships with partners	0.70
5. usefulness	0.90	F10 Community	
6. comparability	0.91	1. Donation for public utilities each year	
7. informativeness	0.91	2. Positive publicity	
8. easy of use	0.91		
9. Usefulness of system features and functions	0.91		

Moon et Kym (2006), p. 269.

ANNEXE D

ACTIFS DU SAVOIR SELON ANDREOU (2006)

Figure D.1
Actifs du savoir selon Andreou (2006)



Andreou (2006), p. 200.

ANNEXE E

COMPOSANTES DU CAPITAL INTELLECTUEL SELON ANDREOU (2006)

Tableau E.1
Composantes du capital intellectuel selon Andreou (2006)

Factor	Items Retained
Human Capital	1. Employee morale 2. Professional growth 3. Retention of key people 4. Percentage of new ideas from employees 5. Skills coverage
Business Performance	6. Profit growth 7. Return on sales 8. Return on assets 9. Revenue growth 10. Rate of increase in market share 11. Profitability per customer
Process Capital	12. Percentage of best practices institutionalized 13. Communication efficiency 14. Percentage of key processes using industry best practices
Market Capital	15. Amount of positive buzz media 16. Brand name recognition
Decision Effectiveness	17. Value of business decisions failed 18. Percentage of business decisions failed
Innovation Capital	19. New product/service success rate 20. Revenue from new product/service
Technology Capital	21. Technology fit to mission critical processes 22. System availability

Andreou (2006), p. 228.

ANNEXE F

GUIDE D'ENTREVUE

GUIDE D'ENTREVUE

INTRODUCTION

Cette entrevue s'insère dans le cadre de l'activité *Thèse* du programme de doctorat en administration (DBA) de l'Université de Sherbrooke. Elle vise principalement à valider et à enrichir une problématique de recherche en la confrontant à la réalité du milieu des affaires.

La problématique à la base de ce projet de recherche porte sur la détermination de la valeur financière du capital humain en contexte d'évaluation d'entreprise. L'objectif de cette recherche exploratoire consiste à décrire, analyser, comprendre et documenter les méthodes d'évaluation employées dans ce contexte particulier, en plus d'évaluer l'importance accordée par les acteurs de ce domaine aux différents facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain. L'ensemble des informations ainsi recueillies pourrait se traduire par l'élaboration d'un modèle descriptif du phénomène analysé, contribuant par le fait même à l'amélioration des connaissances liées à l'évaluation d'entreprise.

Avant de débiter, nous devons nous assurer que vous consentez à participer à cette recherche. Pour ce faire, nous vous demandons de prendre connaissance du « Formulaire d'information et de consentement », dans lequel les modalités de la recherche sont présentées, puis d'y apposer votre signature. Cette recherche a obtenu l'approbation du Comité d'éthique de la recherche – Lettres et sciences humaines de l'Université de Sherbrooke (certificat # 2010-108/Drouin), ainsi que du Comité d'éthique de la recherche avec des êtres humains de l'Université du Québec à Trois-Rivières (certificat # CER-11-164-06.07).

OUVERTURE

1. Pouvez-vous décrire l'organisation et/ou le département d'évaluation au sein duquel vous travaillez (mission, clientèle, objectif, ...)?
2. Quelles sont vos responsabilités au sein de cette organisation/ce département?
3. Quels types d'entreprises composent la clientèle de votre organisation/de votre département d'évaluation?

MISE EN CONTEXTE

4. Dans votre pratique, quelles sont les principales raisons (ou circonstances) donnant naissance à une évaluation d'entreprise?
5. Pouvez-vous décrire le processus auquel vous avez recours lors du traitement d'un dossier (d'un mandat) visant la détermination de la valeur d'une entreprise?
 - a) Ce processus est-il différent selon le secteur d'activités de l'entreprise évaluée?
 - b) Ce processus est-il différent selon le responsable de l'évaluation impliqué?
 - i. Si ce responsable est libre de choisir les méthodes d'évaluation qu'il désire utiliser, sur quels critères base-t-il son choix (secteur d'activités de l'entreprise, type de mandat, expérience professionnelle, ...)?
 - c) Lors de l'évaluation d'une entreprise dans son ensemble, la valeur financière du capital humain est-elle prise en considération?
 - i. Si oui, à quel moment (étape du processus) cette valeur est-elle considérée?

6. Parmi les méthodes d'évaluation suivantes, lesquelles utilisez-vous et pour quels types de mandats? (Justifiez votre réponse en précisant les raisons qui supportent le choix d'une méthode au détriment d'une autre.)
- a) Transactions / entreprises comparables
 - b) Prix d'un investissement récent
 - c) Méthode des multiples
 - d) Références sectorielles ou cours du marché disponibles
 - e) Actualisation des flux de trésorerie ou résultats (bénéfices) de l'entreprise
 - f) Capitalisation des flux de trésorerie ou résultats (bénéfices) de l'entreprise
 - g) Actualisation des flux de trésorerie de l'investissement
 - h) Valeur aux livres / valeur de l'actif net
 - i) Valeur comptable ajustée (Avoir des actionnaires ajusté)
 - j) Valeur de liquidation
 - k) Autre (précisez) : _____
7. Pour des entreprises différentes faisant l'objet d'un même type de mandat (une acquisition d'entreprise, par exemple), appliquez-vous les mêmes méthodes d'évaluation de façon uniforme d'une entreprise à l'autre?
- a) Si non, quels critères entrent en compte dans le choix des méthodes d'évaluation appliquées (caractéristiques de l'entreprise, client faisant l'objet du mandat, ...)?
 - b) Le recours à une méthode d'évaluation dépend-il du secteur d'activités de l'entreprise faisant l'objet de l'évaluation?
 - i. Si oui, pour chaque secteur d'activités de votre clientèle, quelles méthodes d'évaluation utilisez-vous?
 - ii. Parmi votre clientèle, dans quels secteurs d'activités l'attribution d'une valeur au capital humain est-elle essentielle?
8. Peu importe la méthode utilisée et **mis à part les états financiers**, d'où proviennent les informations nécessaires au processus d'évaluation d'une entreprise (budgets, données du secteur, bases de données internes, ...)?

9. Pour l'évaluation d'une entreprise, avez-vous recours à l'établissement d'une fourchette de valeurs?
 - a) Si oui, l'écart entre les valeurs inférieure et supérieure de la fourchette pourrait-il être attribué (en tout ou en partie) au capital humain?
10. Avez-vous recours à des critères de nature qualitative (par exemple, la réputation de l'entreprise/d'un produit) pour déterminer la valeur d'une entreprise?
 - a) Si oui, quels sont ces critères?
 - b) De quelle façon attribuez-vous une valeur à ces critères (ou de quelle façon ces critères influencent-ils la valeur de l'entreprise)?
 - i. Attribution d'une valeur monétaire (distincte ou englobée dans les résultats actuels de l'entreprise);
 - ii. Diminution du risque inhérent à l'exploitation de l'entreprise ou à la réalisation d'un projet;
 - iii. Augmentation des probabilités de réussite d'un projet;
 - iv. Autres : _____

APPROFONDISSEMENT

11. Lorsque vous procédez à l'évaluation d'une entreprise, attribuez-vous une valeur financière au capital humain?
 - a) Si oui, quelles sont les principales raisons (ou circonstances) qui font en sorte que vous attribuez de la valeur au capital humain?
 - i. Présence d'un employé clé;
 - ii. Qualité de la gestion de l'entreprise;
 - iii. Innovations techniques, technologiques ou autres;
 - iv. Importance du processus de recherche et développement (R&D);
 - v. Autres : _____
 - b) Quelle importance accordez-vous aux ressources humaines présentes au sein de l'entreprise que vous évaluez?

12. Parmi les méthodes suivantes, propres à l'évaluation du capital humain, lesquelles utilisez-vous? (Justifiez votre réponse en précisant les raisons qui supportent le choix d'une méthode au détriment d'une autre.)
- a) Coûts de reproduction
 - b) Coûts de remplacement
 - c) Coûts évités
 - d) Coûts de formation
 - e) Actualisation des estimations de revenus générés
 - f) Théorie des options réelles
 - g) Transactions comparables
 - h) Basées sur des critères de nature qualitative
 - i) Autre (précisez) : _____
13. Le choix d'une méthode d'évaluation du capital humain dépend-il du secteur d'activités de l'entreprise faisant l'objet de l'évaluation?
14. Le choix d'une méthode d'évaluation du capital humain dépend-il des caractéristiques des employés travaillant au sein de l'entreprise évaluée (par exemple, l'expérience et le poste occupé)?
- a) La valeur du capital humain est-elle déterminée pour l'ensemble de la main d'œuvre, ou pour un ou quelques employés clés seulement?
 - b) Quels sont les employés clés auxquels vous attribuez spécifiquement de la valeur?
 - i. Pourquoi?
 - c) Considérez-vous que le reste de la main d'œuvre représente peu ou pas de valeur?

15. Si vous vous basez sur des méthodes quantitatives pour l'évaluation du capital humain (marché, résultats, actifs) :
 - a) Quelles données financières vous permettent l'application de ces méthodes (états financiers passés, prévisions budgétaires, marché coté, informations du secteur, bases de données internes, ...)?
 - b) Apportez-vous des ajustements (prime ou décote) aux données financières utilisées pour l'application de ces méthodes (ex. : caractéristiques du secteur/entreprise, amortissement, désuétude, ...)?
16. Si vous vous basez sur des méthodes qualitatives pour l'évaluation du capital humain :
 - a) Quels critères considérez-vous lors de l'évaluation (niveau de connaissances en lien avec l'emploi, formations académiques ou autres, accomplissements au travail, résultats/objectifs atteints, expériences de travail, niveau hiérarchique occupé dans l'entreprise, ...)?
 - b) De quelle façon choisissez-vous les critères qualitatifs sur lesquels se base l'évaluation du capital humain?
 - c) De quelle façon attribuez-vous une valeur à ces critères (ou de quelle façon ces critères influencent-ils la valeur du capital humain)?
 - i. Attribution d'une valeur monétaire (distincte ou englobée dans les résultats actuels de l'entreprise);
 - ii. Diminution du risque inhérent à l'exploitation de l'entreprise ou à la réalisation d'un projet;
 - iii. Augmentation des probabilités de réussite d'un projet;
 - iv. Autres : _____
 - d) Comment procédez-vous à l'appréciation de la qualité des critères qualitatifs retenus (appel à des experts, connaissance de l'entreprise/des dirigeants, données du secteur, ...)?
17. Avez-vous recours à la méthode des scénarios pour évaluer le capital humain (Probabilité de succès/survie/échec, horizons de temps différents (5/10/15 ans), Simulation de Monte Carlo, ...)?
18. Tenez-vous compte des stades de développement des innovations développées par le capital humain lors de l'évaluation de celui-ci (idées brutes, conceptualisation, faisabilité, développement, commercialisation, succès commercial)?

19. Quelles informations, en lien avec l'évaluation du capital humain, sont consignées dans vos dossiers ou bases de données?

a) Pouvons-nous avoir accès à ces informations?

CONCLUSION

20. Dans un monde idéal, si vous pouviez attribuer une valeur au capital humain, comment voudriez-vous en tenir compte?

a) Utiliseriez-vous des méthodes d'évaluation quantitatives?

i. Si oui, quelles méthodes privilégieriez-vous?

ii. Si oui, quelles données financières utiliseriez-vous pour l'application de ces méthodes?

b) Utiliseriez-vous des méthodes d'évaluation qualitatives?

i. Si oui, quels critères considéreriez-vous?

ii. De quelle façon attribueriez-vous une valeur à ces critères (valeur monétaire; diminution du risque; augmentation des probabilités de réussite; ...)?

c) Attribueriez-vous de la valeur à l'ensemble de la main d'œuvre ou seulement à un ou quelques employés clés?

i. Quels sont les employés clés auxquels vous attribueriez spécifiquement de la valeur? Pourquoi?

21. En somme, considérez-vous que l'élaboration d'une méthode d'évaluation spécifique au capital humain contribuerait à l'amélioration de la qualité et de la fiabilité des évaluations réalisées présentement?

a) Selon vous, quelles variables devraient être prises en considération dans l'élaboration de ce modèle?

Nous tenons à souligner que votre soutien contribue grandement à l'avancement de nos travaux. C'est pourquoi nous vous remercions de votre précieuse collaboration ainsi que du temps consacré à nos demandes.

ANNEXE G

FORMULAIRE D'INFORMATION ET DE CONSENTEMENT

FORMULAIRE D'INFORMATION ET DE CONSENTEMENT

Vous êtes invité(e) à participer à un projet de recherche. Le présent document vous renseigne sur les modalités de ce projet de recherche. S'il y a des mots ou des paragraphes que vous ne comprenez pas, n'hésitez pas à poser des questions. Pour participer à ce projet de recherche, vous devrez signer le consentement à la fin de ce document et nous vous en remettrons une copie signée et datée.

Titre du projet

L'amélioration du processus d'évaluation d'entreprise par la mise en exergue de la valeur financière du capital humain

Personnes responsables du projet

Ce projet de recherche s'effectue dans le cadre du doctorat en administration offert par l'Université de Sherbrooke. Madame Daphné Drouin, étudiante au doctorat en administration, est responsable de ce projet, sous la direction de monsieur Jean Desrochers, PhD, professeur au Département de Finance de la faculté d'Administration de l'Université de Sherbrooke. Pour toute information supplémentaire ou tout problème relié au projet de recherche, vous pouvez joindre madame Daphné Drouin au numéro de téléphone 1-800-365-0922 poste 3177, ou monsieur Jean Desrochers au numéro de téléphone 1-800-267-8337 poste 63300.

Financement du projet de recherche

Ce projet de recherche ne fait l'objet d'aucun financement.

Objectifs du projet

L'objectif de cette recherche consiste d'abord à décrire, analyser, comprendre et documenter les méthodes d'évaluation employées par les acteurs du domaine de l'évaluation lors de la détermination de la valeur d'une entreprise et, plus précisément, lors de l'évaluation du capital humain. De plus, les informations ainsi recueillies permettront d'évaluer l'importance accordée par les acteurs de ce domaine aux différents facteurs de création de valeur en lien avec le capital humain, ce qui pourrait se traduire par l'amélioration du processus d'évaluation de ce type d'actif incorporel.

Raison et nature de la participation

En tant qu'expert en évaluation d'entreprises (EEE), évaluateur agréé (EA), gestionnaire de fonds ou tout autre responsable de l'évaluation d'entreprises au sein de l'organisation qui vous emploie, il vous est proposé de participer à cette recherche.

Votre participation à ce projet sera requise pour une entrevue d'environ 90 minutes. Cette entrevue aura lieu à l'endroit qui vous convient, selon vos disponibilités. Vous aurez à répondre à des questions sur les méthodes d'évaluation que vous utilisez lors d'une évaluation d'entreprise et, plus précisément, lors de la détermination de la valeur du capital humain. Cette entrevue sera enregistrée sur bande audio.

Avantages pouvant découler de la participation

Votre participation à ce projet de recherche vous apportera l'avantage de contribuer à l'élaboration d'un modèle descriptif du phénomène analysé, soit l'évaluation financière du capital humain en contexte d'évaluation d'entreprise. Ce modèle, établi ultérieurement grâce aux résultats de la présente recherche, pourrait présenter un certain intérêt compte tenu de la profession que vous exercez. À cela s'ajoute le fait que votre participation contribuera à l'avancement des connaissances théoriques et pratiques en matière d'évaluation des entreprises.

Inconvénients et risques pouvant découler de la participation

Votre participation à la recherche ne devrait pas comporter d'inconvénients significatifs, si ce n'est le fait de donner de votre temps. Vous pourrez demander de prendre une pause ou de poursuivre l'entrevue à un autre moment qui vous conviendra.

Droit de retrait sans préjudice de la participation

Il est entendu que votre participation à ce projet de recherche est tout à fait volontaire et que vous restez libre, à tout moment, de mettre fin à votre participation sans avoir à motiver votre décision ni à subir de préjudice de quelque nature que ce soit.

Advenant que vous vous retiriez de l'étude, demandez-vous que les documents audio ou écrits vous concernant soient détruits?

Oui ☐ Non ☐

Il vous sera toujours possible de revenir sur votre décision. Le cas échéant, la chercheuse vous demandera explicitement si vous désirez la modifier.

Compensations financières

Votre participation à ce projet ne devrait pas vous occasionner de dépenses. En ce sens, aucune compensation financière ne sera versée en guise de dédommagement.

Confidentialité, partage, surveillance et publications

Durant votre participation à ce projet de recherche, le chercheur responsable ainsi que son personnel recueilleront et consigneront dans un dossier de recherche les renseignements vous concernant. Seuls les renseignements nécessaires à la bonne conduite du projet de recherche seront recueillis. Ils peuvent comprendre les informations suivantes : nom, occupation, employeur, description de méthodes de travail, enregistrements audio.

Tous les renseignements recueillis au cours du projet de recherche demeureront strictement confidentiels dans les limites prévues par la loi. Afin de préserver votre identité et la confidentialité de ces renseignements, vous ne serez identifié(e) que par un numéro de code. La clé du code reliant votre nom à votre dossier de recherche sera conservée par la chercheuse responsable du projet de recherche.

La chercheuse principale de l'étude utilisera les données à des fins de recherche dans le but de répondre aux objectifs scientifiques du projet de recherche décrits dans ce formulaire d'information et de consentement.

Les données du projet de recherche pourront être publiées dans des revues scientifiques ou partagées avec d'autres personnes lors de discussions scientifiques. Aucune publication ou communication scientifique ne renfermera quoi que ce soit qui puisse permettre de vous identifier. Dans le cas contraire, votre permission vous sera demandée au préalable.

Les données recueillies seront conservées, sous clé, pour une période n'excédant pas 5 ans. Après cette période, les données seront détruites. Aucun renseignement permettant d'identifier les personnes qui ont participé à l'étude n'apparaîtra dans aucune documentation.

À des fins de surveillance et de contrôle, votre dossier de recherche pourrait être consulté par une personne mandatée par le Comité d'éthique de la recherche Lettres et sciences humaines, ou par des organismes gouvernementaux mandatés par la loi. Toutes ces personnes et ces organismes adhèrent à une politique de confidentialité.

Enregistrement audio

Pour les fins de collecte de données, l'entrevue fera l'objet d'un enregistrement audio. Les renseignements contenus sur ces enregistrements ne serviront qu'aux seules fins du présent projet de recherche et seront détruits à la fin de ce dernier dans le respect de la confidentialité.

Il n'est cependant pas nécessaire de consentir à ce volet pour participer au présent projet. Si vous refusez, nous ne procéderons pas à l'enregistrement de l'entrevue.

Autorisez-vous les responsables de ce projet à procéder à l'enregistrement audio de l'entrevue.

Oui ☐ Non ☐

Résultats de la recherche et publication

Vous serez informé des résultats de la recherche et des publications qui en découleront, le cas échéant. Nous préserverons l'anonymat des personnes ayant participé à l'étude.

Études ultérieures

Il se peut que les résultats obtenus suite à cette étude donnent lieu à une autre recherche.

Dans cette éventualité, autorisez-vous les responsables de ce projet à vous contacter à nouveau et à vous demander si vous êtes intéressé à participer à cette nouvelle recherche?

Oui ☐ Non ☐

Surveillance des aspects éthiques et identification du président du Comité d'éthique de la recherche Lettres et sciences humaines

Le Comité d'éthique de la recherche Lettres et sciences humaines a approuvé ce projet de recherche et en assure le suivi. De plus, il approuvera au préalable toute révision et toute modification apportée au formulaire d'information et de consentement, ainsi qu'au protocole de recherche.

Vous pouvez parler de tout problème éthique concernant les conditions dans lesquelles se déroule votre participation à ce projet avec la responsable du projet ou expliquer vos préoccupations à **M. Olivier Laverdière**, président du Comité d'éthique de la recherche Lettres et sciences humaines, en communiquant par l'intermédiaire de son secrétariat au numéro suivant : 819-821-8000 poste 62644, ou par courriel à : **cer_lsh@USherbrooke.ca**.

Consentement libre et éclairé

Je, _____ (*nom en lettres moulées*), déclare avoir lu et/ou compris le présent formulaire et j'en ai reçu un exemplaire. Je comprends la nature et le motif de ma participation au projet. J'ai eu l'occasion de poser des questions auxquelles on a répondu, à ma satisfaction.

Par la présente, j'accepte librement de participer au projet.

Signature de la participante ou du participant : _____

Fait à _____, le _____ 201__

Déclarations de responsabilité des chercheurs et de l'obtention du consentement

Je, DAPHNÉ DROUIN, chercheuse principale de l'étude, déclare qu'avec mon directeur de recherche, nous sommes responsables du déroulement du présent projet de recherche. Nous nous engageons à respecter les obligations énoncées dans ce document et également à vous informer de tout élément qui serait susceptible de modifier la nature de votre consentement.

Je certifie également avoir expliqué à la participante ou au participant intéressé(e) les termes du présent formulaire, avoir répondu aux questions qu'il ou qu'elle m'a posées à cet égard et lui avoir clairement indiqué qu'il ou qu'elle reste, à tout moment, libre de mettre un terme à sa participation au projet de recherche décrit ci-dessus. Je m'engage à garantir le respect des objectifs de l'étude et à respecter la confidentialité.

Signature : _____

Fait à _____, le _____ 201__